

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI GENOVA
SCUOLA DI SCIENZE SOCIALI
DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA



CURRICULUM INTERNAZIONALISTICO
DIRITTO COMMERCIALE, DELL'UNIONE EUROPEA E
INTERNAZIONALE
CICLO XXXV

Tesi di Dottorato

***La responsabilità da greenwashing finanziario dopo
il Regolamento (UE) 2019/2088 sulla trasparenza in
materia di sostenibilità***

Relatore:

Chiar.mo Prof. Michele Siri

Candidata:

Thea Romanò

ANNO ACCADEMICO
2022-2023

INDICE

Presentazione del lavoro.....	5
1. Oggetto della ricerca.....	5
2. Il <i>background</i> : sostenibilità e finanza sostenibile. I fattori ESG.....	6
3. Le dichiarazioni legate alla sostenibilità, in particolare le dichiarazioni ambientali e il <i>greenwashing</i>	8
4. La legislazione eurounitaria sulla finanza sostenibile.....	11
5. L'ingannevolezza dell'informazione nel regolamento sulla trasparenza di sostenibilità. Domande di ricerca.....	13
Capitolo I.....	16
L'informazione ingannevole nella disciplina finanziaria e il fenomeno del <i>greenwashing</i>.....	16
1. Introduzione.....	16
2. Obblighi informativi e informazioni ingannevoli: cause.....	16
3. (Segue) Asimmetria informativa e altri fallimenti del mercato. Il ruolo dell'economia comportamentale nell'analisi.....	19
4. Obblighi informativi e informazioni ingannevoli: tecniche regolatorie.....	22
5. Le informazioni ingannevoli nel rapporto tra investitore <i>retail</i> e intermediario.....	26
6. (Segue) Il contrasto alle informazioni ingannevoli nel sistema delineato da MiFID II e i suoi limiti. Il fenomeno del <i>misselling</i>	28
7. Informazioni ingannevoli e <i>greenwashing</i> : definizione del fenomeno. Specificità del <i>greenwashing</i> finanziario nella "Call for evidence" delle ESAs e nella risposta del "Securities and Markets Stakeholder Group".....	34
8. Le scelte sostenibili degli investitori.....	40
9. La problematicità dei dati non finanziari.....	42
10. Conclusioni.....	45
Capitolo II.....	47
Gli obblighi informativi nel regolamento SFDR.....	47
1. Introduzione.....	47
2. Normative complementari al regolamento SFDR: Tassonomia e atti delegati MiFID II.....	47
3. Il ruolo della trasparenza e degli obblighi informativi nel settore dei servizi finanziari; prevenzione del fenomeno del <i>greenwashing</i> e tecniche di regolazione. .	53

4. Il Regolamento 2019/2088 (c.d. <i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i>): oggetto e punti chiave.....	57
5. Campo di applicazione soggettivo del regolamento SFDR.....	58
6. Le definizioni rilevanti per il regolamento SFDR. Il raccordo con la Tassonomia.....	61
7. Un doppio livello di informativa: <i>entity level</i>	64
8. ... e <i>product level</i> . L'informativa web, precontrattuale e periodica	66
9. Classificazione dei prodotti: “non ESG” (art. 6), “light green” (art. 8), “dark green” (art. 9)	69
10. (Segue) La classificazione SFDR a confronto con le preferenze di sostenibilità MiFID II	75
11. La normativa di secondo livello: i <i>Regulatory Technical Standards</i> (RTS)	77
12. Conclusioni	81
Capitolo III.....	82
Teoria della regolazione e diritto privato nel contrasto al <i>greenwashing</i>. Focus sulla situazione italiana	82
1. Introduzione.....	82
2. La necessità di sanzioni “efficaci, proporzionate, dissuasive” (art. 22 Reg. Tassonomia).....	82
3. (Segue) Insufficienza del solo <i>public enforcement</i> per garantire investitori e interessi anche non finanziari	84
4. <i>Private enforcement</i> del <i>greenwashing</i> nell’Unione europea. Il <i>greenwashing</i> finanziario connesso al regolamento SFDR: indagine su possibili rimedi ed azioni esperibili	90
5. Il caso di studio: repressione del <i>greenwashing</i> connesso a SFDR nel contesto italiano	93
6. La responsabilità dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari per mancata, inesatta o falsa informativa ai sensi dell’art. 6 SFDR. Natura giuridica.....	95
7. La responsabilità dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari per mancata, inesatta o falsa informativa ai sensi dell’art. 6 SFDR come violazione di obbligo informativo precontrattuale nel settore dei mercati finanziari	97
8. (segue) Quantificazione del danno nella responsabilità precontrattuale da <i>greenwashing</i> finanziario.....	105
9. Responsabilità dei partecipanti al mercato e dei consulenti finanziari da <i>greenwashing</i> in senso stretto: informazioni ingannevoli sull’impatto di sostenibilità del prodotto.....	107

10. Rilevanza della condotta di <i>green bleaching</i> (classificare come articolo 8 ciò che in realtà è articolo 9)	111
11. La responsabilità dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari correlata all’informativa web ai sensi degli articoli 3 e 4 SFDR. Natura giuridica. (cenni).....	119
12. La qualificazione del <i>greenwashing</i> connesso a SFDR come pratica commerciale scorretta: riflessi di <i>private enforcement</i> nell’ordinamento italiano ...	122
13. Il <i>greenwashing</i> connesso a SFDR come atto di concorrenza sleale: riflessi di diritto privato	128
14. Altri strumenti di tutela: azione di classe, inibitoria collettiva... ..	130
15. Conclusioni	132
Risultati della ricerca e riflessioni finali	134
BIBLIOGRAFIA	142

Presentazione del lavoro

1. Oggetto della ricerca

Il presente lavoro, da un lato, ha ad oggetto la recente regolazione eurounitaria in tema di trasparenza sulla sostenibilità nel settore dei mercati finanziari, in particolare il regolamento 2019/2088¹, dall'altro si interroga sulla reale portata di tale intervento normativo rispetto alle sue premesse, in chiave di protezione dell'investitore e di contrasto al *greenwashing* finanziario².

Come affermato da un illustre Autore, la parola "sostenibilità" è di recente introduzione nel vocabolario giuridico e, «come tutti i termini che presentano un suffisso del verbo in "-ibile", esprime la possibilità – o la necessità – di quanto predicato nel verbo. Da questo punto di vista, dunque, non è un termine che definisce un confine semantico certo, ma, se mai, esprime un cammino *in progress* e al contempo un criterio di giudizio, che consente di verificare se quanto enunciato nel verbo sia stato poi oggetto di adempimento³».

È esperienza quotidiana che la sostenibilità rappresenti ormai un valore a cui aspirare⁴, come evidenziato dalle tendenze sia nell'ambito dei beni di consumo sia nell'ambito, qui

¹ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, in *GUUE* L 317/1 del 9 dicembre 2019.

² E. PEI-YI YUA-B. VAN LUUB-C. HUIRONG CHENC, *Greenwashing in environmental, social and governance disclosures*, *Research in International Business and Finance* Volume 52, 2020. V. anche K. ZIELIŃSKA-LONT, *Sustainable finance initiatives and their impact on financial stability*, in *Financial Law Review* No. 20 (4)/2020, p. 122.

³ G. ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «sostenibilità»*, in *Contr. Impr.*, 2021, 3, p. 721 e ss.

⁴ *Inter alia*, a marzo 2018, la Commissione Europea ha pubblicato il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (COM/2018/097 final) volto a migliorare il contributo del settore finanziario nel sostenere il programma dell'Unione Europea per il clima e lo sviluppo sostenibile. Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 1, I, p. 241 ss.; di recente, altresì F. RIGANTI, *Regolazione del mercato e "fine di lucro"*. *Spunti per una ricerca atualizzata in tema di sostenibilità*, 4 maggio 2022, in *Dirittobancario.it*.

di maggiore interesse, dell'investimento finanziario⁵. Infatti, cresce negli anni l'interesse degli investitori al dettaglio (*retail*) per i prodotti finanziari sostenibili⁶.

Poiché informazioni non corrette possono falsare il processo decisionale dell'investitore⁷, proprio a questa crescente attenzione si associa la maggiore importanza della prevenzione, gestione e contrasto a fenomeni di *greenwashing* e dei sistemi di responsabilità legati alla vendita di prodotti finanziari sostenibili o asseritamente tali⁸.

2. Il *background*: sostenibilità e finanza sostenibile. I fattori ESG

Non si può comprendere il regolamento SFDR e il fenomeno del *greenwashing* se non partendo dal contesto della finanza sostenibile.

Lo sviluppo sostenibile è tale da consentire alla «generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri»⁹. In questa direzione sono stati adottati l'agenda delle Nazioni Unite¹⁰ e l'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici¹¹.

⁵ A. DAVOLA, *Informativa di sostenibilità, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing. Le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Dir. Bancario*. Si veda, in tal senso, l'indagine Condotta da IBM, *Meet the 2020 consumers driving change. Why brands must deliver on omnipresence, agility, and sustainability*, 2020, disponibile al link <https://www.ibm.com/downloads/cas/EXK4XKX8>; cfr. altresì R. ROSMARIN, *Sustainability sells: Why consumers and clothing brands alike are turning to sustainability as a guiding light*, 2020, www.businessinsider.com. V. anche A. MOONEY, *Greenwashing in finance: Europe's push to police ESG investing*, 2021, in <https://www.ft.com/content/74888921-368d-42e1-91cd-c3c8ce64a05e>.

⁶ D. DAL MASO (a cura di), *Investire nella sostenibilità. Diffusione e prospettive SRI nel private banking*, cit., p. 35. Cfr. *Comunicare la sostenibilità il punto di vista degli emittenti* di P. GIANGUALANO e P. SCHWIZER, *Investire nella sostenibilità. Diffusione e prospettive SRI nel private banking*, AIPB-Associazione Italiana Private Banking, Milano, 2019, p. 81.

⁷ A. LASHTEW, *Corporate uptake of the Sustainable Development Goals: Mere greenwashing or an advent of institutional change?*, in *Journal of International Business Policy*, 4 (2021), fasc. 1, cit., p. 44.

⁸ Cfr. D. SCHMUCK-J. MATTHES, *Misleading Consumers with Green Advertising? An Affect-Reason-Involvement Account of Greenwashing Effects in Environmental Advertising*, in *47 Journal of Advertising*, 2018, 2, pp. 127-145.

⁹ V. il c.d. Rapporto Brundtland, United Nations UN Documents, *Report of the World Commission on Environment and Development "Our Common Future"*, 1987, p. 37: «[...] Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs [...]».

¹⁰ Assemblea generale delle Nazioni Unite, *Transforming our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development*, risoluzione 70/1 adottata dall'Assemblea generale, 21 ottobre 2015.

¹¹ La prima, adottata il 25 settembre 2015, da più di 150 leader internazionali, avente ad oggetto un quadro globale di sviluppo sostenibile che pone al centro gli "Obiettivi di sviluppo sostenibile" (OSS) per contribuire allo sviluppo globale, promuovere il benessere umano e proteggere l'ambiente. Gli elementi essenziali, di questa Agenda, che hanno validità universale, sono 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS/SDGs, Sustainable Development Goals) e 169 sotto-obiettivi, i quali vogliono contrastare la povertà, le disuguaglianze e favorire lo sviluppo sociale ed economico, la costruzione di società pacifiche oltre che la gestione dei cambiamenti climatici. V. Assemblea generale delle Nazioni Unite, *Transforming our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development*, risoluzione 70/1 adottata dall'Assemblea generale, 21

L'emergenza sanitaria ha mostrato come ancor più necessario un mutamento radicale del nostro modo di vivere e di gestire le questioni ambientali, sociali ed economiche¹².

La finanza ha un ruolo fondamentale nell'allocare le risorse verso investimenti sostenibili, nell'ambito della *financialization* dei mercati¹³, in quanto è volta ad integrare i fattori ambientali, sociali e di *governance* (i cosiddetti fattori "ESG") all'interno delle soluzioni e dei processi decisionali di investimento¹⁴.

Il fattore "Environmental" pone accento sull'ambiente, inteso come spazio naturale, e considera, tra le altre cose, i rischi correlati ai cambiamenti climatici, alle emissioni di anidride carbonica, all'inquinamento e alla deforestazione. Il fattore "Social" riguarda la qualità dell'ambiente di lavoro, le relazioni sindacali, il controllo della catena di fornitura e il rispetto dei diritti umani, gli standard lavorativi e sindacali; la "Governance", invece, riguarda le pratiche di governo societario, la remunerazione dei *manager*, la composizione del consiglio di amministrazione, compresa la presenza di consiglieri indipendenti e le politiche di diversità (di genere, etnica, ecc.) all'interno del CdA, le procedure di controllo, i comportamenti dei vertici e dell'azienda in termini di rispetto delle leggi e della deontologia.

Si può ritenere sostenibile un'impresa che crea valore condiviso con gli *stakeholders* in modo duraturo, analizza l'effetto delle sue decisioni e ha una speciale attenzione per

ottobre 2015. Il secondo, con l'obiettivo di rafforzare la risposta ai cambiamenti climatici, tra l'altro, rendendo i flussi finanziari coerenti con un percorso verso basse emissioni di gas a effetto serra e uno sviluppo resiliente al clima. V. Accordo di Parigi, *GUUE* L 282 del 19 ottobre 2016.

¹² Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Il dopo covid-19: esigenza di uno sviluppo sostenibile*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2020, 5 - Supplemento, p. 26 e E. FERRERO, *Lo sviluppo sostenibile tra etica e diritto*, in *Ambiente e sviluppo*, 2021, 5, p. 358.

¹³ T. LAGOARDE-SEGOT, *Financialization: Towards a New Research Agenda*, in *51 International Review of Financial Analysis*, 2016, pp. 113-123.

¹⁴ A. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, Torino, 2019, p. 8. Sugli impatti del riscaldamento globale di 1,5°C rispetto ai livelli preindustriali si veda il rapporto speciale dell'IPCC (Gruppo intergovernativo di esperti sul cambiamento climatico) disponibile all'indirizzo: <https://www.ipcc.ch/sr15/>. Un altro organismo intergovernativo è IPBES, con l'obiettivo di incentivare il dialogo tra scienza e politica sulla biodiversità, v. <https://ipbes.net/>. V. anche Relazione di sintesi. Si veda anche P. MARULLO REEDTZ, *Rischi climatici, finanza e banche centrali, Relazione al Convegno ICMA and ASSIOM FOREX Conference Developments in the Green, Social and Sustainability Bond Markets – Italy and Europe*, 28 novembre 2019, in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2019/Reedtz-28112019-ICMA-p.pdf>.

gli impatti sull'ambiente circostante¹⁵, ha un orizzonte temporale di lungo periodo, considera non più solo la massimizzazione del profitto e l'utilitarismo, ma anche l'etica¹⁶.

I fattori ESG sono un'evoluzione della SRI (“Sustainable and Responsible Investment”). Con quest'ultima si intende «ogni tipo di processo di investimento che combini gli obiettivi finanziari di un investitore con l'attenzione alle questioni ambientali, sociali e di governo societario¹⁷». SRI è quindi come un «giano bifronte che reca in sé due dimensioni distinte di investimento, quella economica e quella socio-ambientale¹⁸». Si tratta di una pratica di investimento finanziario, ovvero di gestione di risorse finanziarie tramite acquisto o vendita di titoli e il connesso esercizio di diritti.

Un'altra nozione rilevante è quella di *impact investing*, che si riferisce ad ogni iniziativa «che coinvolga un investitore che tenti, attraverso le attività che finanzia, di influenzare il comportamento delle imprese partecipate e di altri soggetti terzi per contribuire a raggiungere obiettivi di sostenibilità globali¹⁹».

3. Le dichiarazioni legate alla sostenibilità, in particolare le dichiarazioni ambientali e il *greenwashing*

Alla crescente attenzione verso la sostenibilità, soprattutto quella ambientale, si è accompagnato l'orientamento dei consumatori verso prodotti o servizi che rispecchiassero il *trend*, ora per una scelta etica, ora per motivazioni economiche, come, ad esempio, la volontà di risparmiare associata al riciclo di oggetti. Di conseguenza, le stesse imprese sono state maggiormente incentivate, a loro volta, a proporre prodotti che rispecchiassero tali prerogative, così innescando un circolo virtuoso²⁰.

Sarebbe auspicabile che le relative comunicazioni commerciali fossero corrette: sia perché, se false, non realizzerebbero alcun beneficio alla variabile sostenibile coinvolta,

¹⁵ D. DAL MASO, G. FIORENTINI (a cura di), *Creare valore a lungo termine*, Milano, 2013, pp. 28-29.

¹⁶ Per le differenze che distinguono le forme tradizionali di investimento dalla finanza sociale, si veda A. NICHOLLS, R. PATON, J. EMERSON, *Social finance*, Oxford, 2015, in particolare pp. 253–281.

¹⁷ Per la storia dell'SRI v. D. DAL MASO, G. FIORENTINI (a cura di), *Creare valore a lungo termine*, cit., p. 15 e ss.

¹⁸ D. DAL MASO, G. FIORENTINI (a cura di), *Creare valore a lungo termine*, cit., p. 2.

¹⁹ A. MILUCCIO, *Posizionamento delle imprese e scelte di investimento: quale ruolo per la sostenibilità? in Sostenibilità delle imprese: come adottare l'ESG Come cambiano gli assetti organizzativi e i modelli di governance? I chiarimenti e le indicazioni utili a gestire “il cambiamento”*, Speciali IPSOA Quotidiano, 16 novembre 2022, p. 3.

²⁰ S. VERNILE. *L'ambiente come “opportunità”. Una riflessione sul contributo alla tutela ambientale da parte del “secondo” e del “quarto settore” tra greenwashing, economia circolare e nudge regulation*, in *Il diritto dell'economia*, 3/2022, pp. 23-60.

sia perché, in quanto ingannevoli, influenzerebbero i consumatori ad un acquisto che altrimenti non sarebbe avvenuto, o sarebbe avvenuto a condizioni diverse.

Qui si inserisce il concetto di *greenwashing*, letteralmente “lavaggio verde”, ossia la pratica delle imprese di mostrarsi più attente ed impegnate sul fronte ambientale rispetto a quanto effettivamente siano, per conseguire un vantaggio competitivo.

Consumatori consapevoli dell’inganno subito hanno generato contenzioso in materia: le contestazioni fondate su asserite comunicazioni ingannevoli su questo fronte, vuoi per composizioni dei prodotti diversi da quanto dichiarato, vuoi per marchi ed etichette non poi così ecologici, sono solo alcuni esempi di *green claims* o *environmental claims*²¹.

Quanto all’aspetto normativo, la direttiva sulle pratiche commerciali scorrette (la numero 29 del 2005) non conteneva specifiche disposizioni a contrasto del fenomeno, comportando l’intervento correttivo della Commissione europea, che con i suoi Orientamenti del 2016²² aveva definito le espressioni "asserzione ambientale" e "dichiarazione ecologica" riferendole «alla pratica di suggerire o in altro modo dare l'impressione (nell'ambito di una comunicazione commerciale, del *marketing* o della pubblicità) che un prodotto o un servizio abbia un impatto positivo o sia privo di impatto sull'ambiente o sia meno dannoso per l'ambiente rispetto a prodotti o servizi concorrenti. Ciò può essere dovuto alla sua composizione, al modo in cui è fabbricato o prodotto, al modo in cui può essere smaltito o alla riduzione del consumo di energia o dell'inquinamento attesa dal suo impiego²³». Se le affermazioni «non sono veritiere o non possono essere verificate, la pratica è di frequente definita *greenwashing*, ovvero

²¹ S. VERNILE., *op. loc. cit.*, p. 53 e ss. Cfr. B. POZZO, *I green claims, l'economia circolare e il ruolo dei consumatori nella protezione dell'ambiente: le nuove iniziative della Commissione UE*, in *Riv. giur. ambiente*, 2020, 4, 707. F. IRALDO, M. MELIS, *Green Marketing. Come evitare il greenwashing comunicando al mercato il valore della sostenibilità*, Milano, 2012, passim; M. LIBERTINI, *La comunicazione pubblicitaria e l'azione delle imprese per il miglioramento ambientale*, in *Giur. comm.*, 2012, 2, 331. Un caso di *greenwashing* è stato per esempio affrontato dal Cons. Stato, sez. VI, 27 aprile 2017, n. 1960 con cui è stata confermata la legittimità del provvedimento sanzionatorio per aver fornito informazioni legate alla sostenibilità prive di evidenze documentabili. Cfr. F. PALAZZINI, “*Greenwashing*” *nelle comunicazioni pubblicitarie e la rilevanza come atto di concorrenza sleale* in *Rivista giuridica dell'ambiente*, 4, 2021.

²² Commissione europea, *Documento di lavoro dei servizi della commissione orientamenti per l'attuazione/applicazione della direttiva 2005/29/CE relativa alle pratiche commerciali sleali che accompagna il documento comunicazione della commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Un approccio globale per stimolare il commercio elettronico transfrontaliero per i cittadini e le imprese in Europa*, documento COM(2016) 320 final, Bruxelles, 25 maggio 2016 SWD(2016) 163 final.

²³ Commissione europea, *Documento di lavoro dei servizi della commissione orientamenti per l'attuazione/applicazione della direttiva 2005/29/CE*, cit., p. 110.

appropriazione indebita di virtù ambientaliste finalizzata alla creazione di un'immagine “verde”²⁴». La Commissione riteneva quindi applicabile al *greenwashing* alcune disposizioni della detta direttiva sulle pratiche commerciali scorrette, applicazione sintetizzabile in due «principi essenziali: I. sulla base delle disposizioni generali della direttiva, in particolare gli articoli 6 e 7, i professionisti devono presentare le loro dichiarazioni ecologiche in modo chiaro, specifico, accurato e inequivocabile, al fine di assicurare che i consumatori non siano indotti in errore; II. sulla base dell'articolo 12 della direttiva, i professionisti devono disporre di prove a sostegno delle loro dichiarazioni ed essere pronti a fornirle alle autorità di vigilanza competenti in modo comprensibile qualora la dichiarazione sia contestata²⁵».

Aumenta quindi il rischio per le imprese di essere esposte ad azioni legali collegate ad asserzioni sulla sostenibilità. I rischi a cui possono essere soggette le società in relazione all'eventualità di praticare, anche solo colposamente, il c.d. *greenwashing*, sono fondamentalmente di tre tipi: rischio reputazionale, ossia il rischio che l'azienda possa subire un danno all'immagine e una perdita di credibilità; rischio finanziario, che deriva dalle eventuali spese legali e/o sanzioni ma anche dalla svalutazione dei titoli in borsa e dalla perdita di clienti o di quote di mercato²⁶; rischio legale, ossia il rischio di sopportare gli oneri derivanti da un'obbligazione restitutoria o risarcitoria o di subire sanzioni per l'applicazione delle normative sulla sostenibilità. Se il *litigation risk* è il rischio che un individuo o una società debba affrontare un'azione legale, con l'espressione “ESG litigation risk” ci si riferisce invece al rischio che un individuo o una società debba affrontare un'azione legale correlata alla sostenibilità.

²⁴ Commissione europea, *Documento di lavoro dei servizi della commissione orientamenti per l'attuazione/applicazione della direttiva 2005/29/CE*, cit., p. 110.

²⁵ Commissione europea, *Documento di lavoro dei servizi della commissione orientamenti per l'attuazione/applicazione della direttiva 2005/29/CE*, cit., p. 113.

²⁶ Forum per la finanza sostenibile, *Greenwashing e finanza sostenibile: rischi e risorse di contrasto*, disponibile al link: https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2022/11/Greenwashing_ITA_WEB.pdf.

4. La legislazione eurounitaria sulla finanza sostenibile

Sulla scia del cambiamento internazionale, l'Unione Europea ha dato vita al suo *Green Deal*²⁷, un piano crescita compatibile con «basse emissioni di gas a effetto serra e resiliente dal punto di vista climatico²⁸». In questo progetto di contrasto alle conseguenze legate ai cambiamenti climatici, si è dato spazio anche al settore dei servizi finanziari come *driver* del cambiamento²⁹. Nel marzo del 2018 la Commissione europea ha avviato una serie di iniziative nell'ambito dell'*Action Plan*³⁰, letteralmente un "Piano d'azione" per la finanza sostenibile in 10 punti, con «l'obiettivo di far confluire i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, gestendo al contempo i rischi finanziari derivanti da questioni ambientali, sociali e di governance (ESG)³¹».

Tra le iniziative intraprese si trova il regolamento sui *benchmark* (regolamento 2019/2089, che modifica il precedente regolamento 2016/1011)³², il quale introduce indici di riferimento di transizione climatica e allineati all'Accordo di Parigi. Il regolamento Tassonomia (regolamento 2020/852)³³, invece, crea un quadro armonizzato

²⁷ V. Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Il Green Deal europeo*, COM(2019) 640 final, 11 dicembre 2019 e Considerando 1 del regolamento SFDR.

²⁸ Considerando 3 del regolamento SFDR. In particolare, per rimanere fedeli agli impegni presi con l'accordo di Parigi la temperatura mondiale dovrebbe essere portata al di sotto di «2 °C rispetto ai livelli preindustriali e di proseguire gli sforzi volti a limitare l'aumento della temperatura a 1,5 °C rispetto ai livelli preindustriali»

²⁹ Considerando 8 del Regolamento (UE) 2019/2088. Commissione UE. V. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, COM (2018) 97 final, marzo 2018.

³⁰ Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Action Plan: Financing Sustainable Growth*, COM (2018) 97 final, marzo 2018.

³¹ Guida *mornigstar, EU Climate Benchmark e Disclosure ESG* disponibile al link: <https://www.morningstar.com/it-it/lp/guida-eu-climate-benchmark-e-disclosure-esg>. «Nonostante il fatto che una parte significativa del bilancio dell'Unione europea sia destinata al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità e, in particolare, degli obiettivi climatici, la Commissione europea ha individuato un deficit di finanziamento annuale tra 175 e 290 miliardi di euro per raggiungere l'obiettivo previsto di una riduzione del 50% delle emissioni di gas a effetto serra entro il 2030. Per colmare il divario, la serie di passi stabiliti nel Piano d'azione cerca in definitiva di indurre un cambiamento comportamentale per riorientare i flussi di capitale e integrare la sostenibilità nella gestione del rischio», *ibidem*, p. 2.

³² Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento in GUUE L 317/17 del 9 dicembre 2019.

³³ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 in GUUE L 198/13 del 22 giugno 2020. Cfr. Platform on Sustainable Finance, *Draft Report*

per avere un'unica definizione sostenibilità, ponendosi come importante riferimento per gestori finanziari e agenzie di *rating*³⁴, così come l'atto delegato sulla Tassonomia, che risponde alla necessità di rendere più evidente quali attività economiche contribuiscano al raggiungimento degli obiettivi ambientali³⁵. Anche il comportamento delle imprese di assicurazione può influenzare positivamente la transizione sostenibile³⁶, importanza strategica confermata anche dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali, EIOPA³⁷, che supporta l'obiettivo di considerare i profili di sostenibilità nelle regole di vigilanza prudenziale e in quelle di condotta per assicuratori, riassicuratori e intermediari assicurativi³⁸. Sono poi seguite ulteriori misure nel 21 aprile 2021 (il "Sustainable finance package") volte a rafforzare l'innesto tra il mondo finanziario e quello della transizione sostenibile³⁹.

on *Social Taxonomy*, luglio 2021; Platform on Sustainable Finance, *Report on Taxonomy extension options linked to environmental objectives*, luglio 2021; Platform on Sustainable Finance, *Transition Finance Report*, marzo 2021 scaricabili al link: https://www.eumonitor.eu/9353000/1/j9vvik7m1c3gyxp/vlkfl8byxup5?ctx=vg9pjk198axu&start_tab0=40

³⁴ Il *rating* esprime un giudizio che certifica la solidità e l'affidabilità di un emittente, di un titolo, di un fondo. Può essere utile per gli *stakeholders* per valutare il grado di "sostenibilità" di un'impresa. Cfr. M. MEGGIOLARO, "Rate the raters": *gli operatori del rating di sostenibilità e i loro metodi a confronto*, in D. DAL MASO-G. FIORENTINI (a cura di), *Creare valore a lungo termine*, Milano, 2013, p. 113 ss. Sul tema cfr. anche M. GARGANTINI-M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union*, ECMI Working Paper no 15, novembre 2022.

³⁵ Commissione europea, Regolamento delegato della Commissione che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se l'attività economica arreca un danno significativo a qualsiasi altro obiettivo ambientale in GUUE L 442/1 del 9 dicembre 2021.

³⁶ Commissione europea, *Request to EIOPA for information related to Directive 2009/138/EC*, 27 aprile 2018, Ref. Ares(2018)2252352 - 27/04/2018, p. 1.

³⁷ Regolamento (UE) n. 1094/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione in GUUE L 331/48 del 15 dicembre 2020.

³⁸ V. EIOPA, *Financing a Sustainable European Economy*, cfr. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf. V. anche M. CATENACCI-P. SANNA, *I consultation paper di ESMA e EIOPA in materia di investimenti sostenibili*, 8 marzo 2019 <https://www.dirittobancario.it/art/i-consultation-paper-di-esma-e-eiopa-materia-di-investimenti-sostenibili/>. EIOPA ha presentato nell'aprile 2018 la propria consulenza alla Commissione per l'integrazione dei rischi e dei fattori di sostenibilità negli atti delegati ai sensi di Solvency II e IDD, che include alcune proposte di modifica delle disposizioni sul sistema di governance nel regolamento delegato v. EIOPA, *Consultation Paper on the Opinion on the 2020 review of Solvency II*, 15 Ottobre 2019, par. 8.3.2 Parere precedente 8.111, nt. 201, disponibile al link: <https://eiopa.europa.eu/Publications/EIOPA-BoS-19->.

³⁹ Si veda *passim* M. SIRI-S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca Impresa Società*, 2020, fasc. 1, pp. 3-45.

Con il fine di migliorare la affidabilità e comparabilità dei dati, viene inoltre proposta una direttiva sulla rendicontazione della sostenibilità aziendale (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, o «CSRD»)⁴⁰. La Commissione ha poi redatto sei atti delegati, tra cui quelli che integrano i doveri fiduciari e le procedure delineate dalle direttive dei mercati finanziari (MiFID II) e sulla distribuzione assicurativa (IDD)⁴¹ con aspetti legati alla sostenibilità e le modifiche al regolamento delegato della Commissione 231/2013 (livello II AIFMD), con cui vengono integrati i rischi di sostenibilità e le considerazioni e preferenze ESG nella consulenza agli investimenti e gestione di portafogli⁴².

5. L'ingannevolezza dell'informazione nel regolamento sulla trasparenza di sostenibilità. Domande di ricerca

È in questo contesto che si colloca il Regolamento (UE) n. 2019/2088, *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (di seguito “Regolamento SFDR” o anche solo “SFDR”)⁴³, relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, il quale prevede un insieme di rilevanti obblighi di *disclosure* in tema sostenibilità⁴⁴.

Le scelte di investimento sostenibili dipendono, innanzitutto, dalla possibilità di disporre di informazioni. Con il regolamento SFDR⁴⁵ queste, a loro volta, vengono poste a carico di determinati soggetti, i partecipanti ai mercati e i consulenti finanziari, mediante specifici obblighi informativi sull’integrazione dei rischi di sostenibilità e sulla

⁴⁰ Commissione europea, Proposta di direttiva che modifica le direttive 2013/34/UE, 2004/109/CE, 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014, per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità (COM (2021) 189), Bruxelles, 21 aprile 2021, COM(2021) 189 final 2021/0104 (COD).

⁴¹ Si rinvia al sito dell’Unione Europea, https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package_en, da cui è possibile scaricare il testo (anche in italiano) di tutti gli atti delegati.

⁴² S. N. HOOGHIEMSTRA, *The ESG Disclosure Regulation – New Duties for Fund Managers & Distributors*, ACE Comptabilité, fiscalité, audit, droit des affaires au Luxembourg, ACE 2020/7, p. 19.

⁴³ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, OJ L 317, 9.12.2019.

⁴⁴ Il regolamento, come ricordato dal Considerando 11 dello stesso, integra gli obblighi informativi previsti dal *corpus* normativo costituito dalle direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE, (UE) 2016/97, (UE) 2016/2341, e nei regolamenti (UE) n. 345/2013, (UE) n. 346/2013, (UE) 2015/760 e (UE) 2019/1238.

⁴⁵ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, cit. V. Considerando 8 dello stesso regolamento. Cfr. anche E. FISCH JILL, *Making Sustainability Disclosure Sustainable*, 2019, 107, *The Georgetown Law Journal*, pp. 923-966; C. VAN OOSTRUM, *Sustainability Through Transparency and Definitions: A Few Thoughts on Regulation (EU) 2019/2088 and Regulation (EU) 2020/852*, 2021, 18 in *European Company Law* 15.

considerazione, nelle politiche di investimento, degli eventuali effetti negativi sulla sostenibilità⁴⁶. La trasparenza informativa supporta l'investitore in due principali fasi, una che precede e una che segue la vendita. La prima ha la funzione di valutare rischi e rendimenti collegati al prodotto finanziario, la seconda ha lo scopo di rendere edotto l'investitore dell'evoluzione dell'investimento nel tempo. Nel caso degli investimenti SRI, poi, l'investitore dovrà, nel primo caso, chiarire come vengono valorizzati i fattori ESG; nel secondo caso, delle modalità di attuazione dei criteri di gestione ESG scelti⁴⁷. Per quanto riguarda l'*impact investing*, il regolamento SFDR apporta un cambiamento in questo senso, perché impone la divulgazione dei principali indicatori di impatto negativo (*Principal Adverse Impacts* o "PAI"), ossia di parametri che consentono di verificare se un aspetto della sostenibilità è stato lesa, e in che misura. Inoltre non è più procrastinabile «l'autovalutazione in termini di sostenibilità⁴⁸».

Qui, in particolare, si inserisce il campo di indagine della presente analisi. Benché il contenzioso legato al *greenwashing* finanziario connesso al regolamento SFDR sia allo stato inesistente, perché le normative rilevanti sono appena entrate in vigore⁴⁹, è verosimile che richieste di carattere restitutorio o risarcitorio legate a questo tipo di informazioni divengano più frequenti in futuro.

All'interno del quadro sopra brevemente descritto, la ricerca si pone alcuni interrogativi di indagine, riconducibili a:

- efficacia del regolamento sulla *disclosure* di sostenibilità rispetto all'obiettivo di protezione dell'investitore e di risoluzione delle asimmetrie informative;
- chiarezza e comprensibilità delle diverse categorie di prodotti finanziari create dal regolamento SFDR, sia con riferimento agli operatori finanziari, sia con riferimento agli investitori finali;

⁴⁶ Cfr. D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, 6 aprile 2021, *European Banking Institute Working Paper Series 2021* - n. 70.

⁴⁷ D. DAL MASO, G. FIORENTINI (a cura di), *Creare valore a lungo termine*, cit., p. 237.

⁴⁸ A. MILUCCIO, *Posizionamento delle imprese e scelte di investimento: quale ruolo per la sostenibilità? in Sostenibilità delle imprese: come adottare l'ESG Come cambiano gli assetti organizzativi e i modelli di governance? I chiarimenti e le indicazioni utili a gestire "il cambiamento"*, Speciali IPSOA Quotidiano, 16 novembre 2022.

⁴⁹ Nonostante il contenzioso connesso in senso stretto al *greenwashing* finanziario correlato a SFDR sia allo stato inesistente ci sono stati esempi di contenzioso in altri contesti che hanno avuto ricadute in ambito *lato sensu* finanziario per esempio il caso Volkswagen: cfr. G. MARCATAJO, *Trasparenza del mercato, tutela del consumatore e greenwashing*, in *Jus vita e pensiero*, 2023.

- raccordo tra disciplina SFDR e classificazione dei prodotti MiFID II e IDD e con il regolamento Tassonomia;
- coerenza del quadro normativo di primo e di secondo livello nella prevenzione e nel contrasto al *greenwashing*;
- valutazione del *litigation risk*, ovvero del rischio di contenzioso legato in particolare alla sostenibilità e al *greenwashing* come rischio emergente;
- fenomenologia del *greenwashing*: analisi della casistica e qualificazione giuridica;
- individuazione dei rimedi privatistici (*private enforcement*) per il contrasto alle informazioni ingannevoli nel regolamento SFDR;
- adeguatezza del quadro rimediale offerto in particolare in Italia;
- profili probatori: prova del fatto; prova del nesso di causalità; quantificazione dei danni.

Capitolo I

L'informazione ingannevole nella disciplina finanziaria e il fenomeno del *greenwashing*

1. Introduzione

Il presente capitolo ha l'obiettivo di preparare il lettore alle problematiche sottese all'intervento normativo avutosi con il regolamento SFDR e di presentare alcuni aspetti collegati al tema della finanza sostenibile.

Si ritiene che possano fungere da tale substrato conoscitivo la comprensione delle cause e dei rimedi all'asimmetria informativa e ad altri fallimenti del mercato che un intervento regolatorio mira a contrastare con l'introduzione di obblighi informativi. Sarà inoltre utile inquadrare il *greenwashing* come pratica di *misselling*, ossia all'interno delle pratiche di informazione ingannevole. Tale inquadramento rispecchia anche quello effettuato in una recente "Call for evidence" dalle ESAs.

2. Obblighi informativi e informazioni ingannevoli: cause

Le informazioni orientano l'agire dei soggetti e servono a rendere effettivo e consapevole il consenso; sicché l'assenza di informazione, o l'informazione falsa, inesatta, o ingannevole, produce anch'essa effetti sulle scelte individuali. Oltre che sulla relazione giuridica interindividuale⁵⁰, l'informazione impatta sul sistema finanziario nel suo complesso e, se erronea, può generare fallimenti del mercato e ledere l'interesse pubblico al corretto funzionamento dei meccanismi di formazione dei prezzi⁵¹. Per questa

⁵⁰ G. GRISI, Voce "Informazione (obblighi di)", in Enciclopedia del diritto, vol. Annali, IV, pp. 595-627, 2011, *passim*, e in partic. p. 598.

⁵¹ «Il danno che si produce per effetto di una informazione falsa o inesatta diffusa al mercato finanziario assume le sembianze di un danno bifronte, presentandosi, da un lato ed in via diretta, come danno al mercato, ossia come lesione dell'interesse pubblico al corretto funzionamento dei meccanismi di corretta formazione dei prezzi, e, dall'altro e contemporaneamente, sebbene in via indiretta, come lesione del diritto di ogni singolo investitore di poter fare affidamento nel corretto funzionamento del mercato»: così V. CARIDI, *Danno e responsabilità da informazione al mercato secondario*, p. 132. V. anche A. VALONGO, *Profili di tutela individuale dell'investitore tra nullità e responsabilità civile*, Milano, 2012 e P. BARTOLOMUCCI, *Ancora sugli obblighi informativi nel settore del mercato finanziario: tra doveri dell'intermediario e principio di autodeterminazione dell'investitore. Mifid II*, p. 301.

duplice finalità, l'informazione deve essere esatta, adeguata e sufficientemente completa⁵².

Normalmente, all'interno dei traffici giuridici, il silenzio è irrilevante, a meno che la legge non ricollegli delle conseguenze allo stesso, rendendolo significativo. Questo a tutela della libertà di autodeterminazione individuale. È utile quindi capire quando il legislatore stabilisca la necessità di un obbligo informativo.

L'intervento del diritto, con la decisione di imporre obblighi e sanzionarli nel caso in cui siano violati, può sorgere quando sussista uno squilibrio di partenza dei soggetti coinvolti⁵³. In particolare, si può avere uno squilibrio di tipo economico o normativo. Il primo riguarda la sproporzione delle prestazioni; il secondo fa riferimento al contenuto normativo e alla disciplina del rapporto derivante dal contratto, ravvisando una differenza tra le parti. La situazione di asimmetria informativa attiene a questa seconda categoria e l'intervento normativo è volto a colmare la distanza informativa tra le parti introducendo obblighi informativi, propri soprattutto di situazioni in cui le parti versano in una condizione di asimmetria informativa o di debolezza contrattuale. Deve tuttavia trattarsi di un'asimmetria qualificata ed occorre trovare un equilibrio tra i due valori in gioco, ossia il dovere di informazione e il silenzio opportunistico⁵⁴. Nella dinamica contrattuale, infatti, la parte che è in possesso di maggiori informazioni è portata a tacere su quelle di esse che potrebbero volgere a suo svantaggio.

Per quanto riguarda i tipi di obblighi informativi che coinvolgono il settore dei mercati finanziari, essi possono investire l'intera durata del rapporto contrattuale di investimento. La fase più delicata è forse quella precontrattuale, perché è all'interno di questa che si forma la rappresentazione dell'investimento da parte del cliente e viene condizionata la sua autodeterminazione ad effettuarlo. Ad esempio, l'intermediario è tenuto nei confronti del cliente ad un'informazione diretta a rendere quest'ultimo edotto «del rischio dell'investimento, rapportato agli eventuali vantaggi e costi⁵⁵» del medesimo. La

⁵² G. GRISI, *op. loc. cit.*, p. 599. Cfr. F. FERRARA, *Inadempimento dell'obbligo informativo dell'intermediario e nesso di causalità*.

⁵³ G. GRISI, *op. loc. cit.*, p. 600 cfr. nt. 31.

⁵⁴ G. GRISI, *op. loc. cit.*, p. 600 nt. 33.

⁵⁵ V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, p. 41.

regolazione si motiva per l'impatto sulla categoria degli investitori *retail* che non si ritengono in grado di comprendere appieno lo strumento commercializzato⁵⁶. Si tratta di una prospettiva che nell'Unione europea ha determinato l'adozione di specifiche regole di condotta per gli intermediari, oltre che di prevenzione dei conflitti di interesse (si veda da ultimo MiFID II, di cui *infra*).

L'ingannevolezza dell'informazione può dipendere da diversi fattori. Tra questi, le caratteristiche soggettive dell'investitore, in quanto gli investitori *retail* possono più facilmente incappare in errori di comprensione, diversamente dagli investitori professionali. Altre variabili sono il profilo del cliente e il tipo di prodotto offerto. Per quanto riguarda il primo, esso può variare a seconda di: età dell'investitore; attitudine al rischio; tipo di attività; merito creditizio; orizzonte di investimento; tipo di prodotto offerto. Per quanto riguarda il secondo, tipicamente, la complessità del prodotto aumenta l'ingannevolezza dell'informazione, così come il livello di rischio del prodotto stesso e il modo in cui il prodotto viene venduto. Il canale *web*, ad esempio, è una modalità attraverso la quale è più facile creare situazioni ingannevoli rispetto alla vendita in filiale.

Secondo alcuni autori l'informazione ingannevole dipende anche dal livello di responsabilità degli istituti finanziari nei confronti dei propri clienti, nel senso che minore è l'esposizione ad un'azione legale o a subire le conseguenze negative delle proprie azioni, maggiore è il grado di ingannevolezza a cui possono essere sottoposti gli investitori finali. La responsabilità riguarda: i rapporti tra istituzione finanziaria, dipendente e cliente; natura della responsabilità (che può essere intenzionale o non intenzionale)⁵⁷. Oltre alla responsabilità dell'agente per la vendita erronea si può profilare una responsabilità indiretta dell'azienda⁵⁸.

⁵⁶ Sul rapporto tra informazione nei mercati finanziari e tutela degli investitori si veda tra le altre l'opera di A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003.

⁵⁷ C. B MARTYSZ.- J. P. RAKOWSKI, *Misselling consumer awareness study – Circumstances surrounding the occurrence of misselling*, in *International Journal of Management and Economics*, 57 (2021), fasc. 2, p. 121–137.

⁵⁸ C. B MARTYSZ.- J. P. RAKOWSKI, *Misselling consumer awareness study*, cit. e cfr. D. COLONNELLO, Ufficio studi, Consob, *Rischio di mis-selling per il risparmiatore retail: strategie normative e prospettive in ambito europeo*, 11 Maggio 2022.

3. (Segue) Asimmetria informativa e altri fallimenti del mercato. Il ruolo dell'economia comportamentale nell'analisi.

La finanza tradizionale assume che gli agenti sul mercato siano completamente razionali. Con questa visione, tuttavia, interloquiscono in senso critico gli studi di economia comportamentale, che contrappongono alla razionalità perfetta, la razionalità imperfetta. Si è quindi proposto un altro modello economico, quello della razionalità limitata, che assume che gli agenti sul mercato siano razionali, ma con dei limiti cognitivi, nei processi decisionali, e informativi⁵⁹.

L'economia comportamentale ha quindi un ruolo importante nella comprensione dei processi decisionali degli individui⁶⁰. Essa analizza le deviazioni delle persone dalla razionalità perfetta e si basa sull'analisi empirica delle scelte degli agenti, utilizzando metodi propri della scienza del comportamento e della psicologia. Questi studi pongono quindi accento proprio sui limiti cognitivi e sulle possibili strategie per contrastarli⁶¹, evidenziando che raramente i soggetti analizzano tutte le variabili rilevanti, e ciò può portare a decisioni diverse rispetto a quelle attese secondo un paradigma di razionalità classica⁶².

L'assioma dell'economia comportamentale è la prevalenza, in molteplici occasioni, del giudizio intuitivo, cioè emozionale, su quello razionale. L'intuizione si caratterizza per la rapidità e la semplicità con cui l'informazione accede alla mente e ne viene elaborata ma è, al contempo, condizionata dalla "cornice" (*framing*) in cui viene presentato il problema, ovvero da tutti quei fattori che rendono accessibili determinate risposte (e di conseguenza determinate scelte) rispetto ad altre. Accade dunque che pur in presenza di differenze marginali, l'agente assuma decisioni totalmente diverse. Ad esempio, quando si tratta di prendere una decisione rischiosa, secondo la c.d. "teoria del prospetto" (*prospect theory*), per ridurre le perdite le persone sono disposte ad assumere rischi maggiori di quanto non lo siano per aumentare i guadagni. Questo accade per il c.d.

⁵⁹ A partire dall'analisi fatta da H.A. SIMON, *A behavioral model of rational choice*, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 69, No. 1, febbraio 1955, pp. 99-118

⁶⁰ E. ANGER. *Economia comportamentale: guida all'economia della scelta*, Milano, 2017.

⁶¹ V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, p. 461.

⁶² V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, p. 457.

effetto di dotazione, ossia per la maggior valutazione di ciò che si possiede rispetto a ciò che non si possiede. Inoltre, si osserva la tendenza a rimanere condizionati ed ancorati (c.d. *anchoring*) alle decisioni già prese e agli elementi che in passato hanno portato ad una certa decisione, mentre altre volte sono le informazioni più recenti a prendere il sopravvento grazie al carico emotivo maggiore che suscitano. Risulta così estremamente complicato prevedere l'esito dei processi decisionali degli esseri umani, a causa dei vizi che inficiano tali processi, allontanandoli dal modello ideale della razionalità.

Secondo alcuni, l'irrazionalità costituisce un fallimento del mercato tale da giustificare l'intervento regolatorio⁶³. Una delle teorie che più si presta a valutare l'efficacia di un intervento normativo è quella dell'analisi economica basata sulla teoria del benessere sociale⁶⁴. In estrema sintesi, la regolazione in un determinato ambito è giustificata, sempre che i costi non superino i benefici sociali, se sono presenti fallimenti del mercato.

Con l'espressione "fallimenti del mercato" si intendono le situazioni nelle quali i naturali meccanismi del mercato non riescono a massimizzare il benessere collettivo della società⁶⁵. La teoria della regolazione valuta positivamente o negativamente gli interventi normativi proprio sulla base del raggiungimento del benessere sociale.

Un primo possibile fallimento è costituito dalla situazione di monopolio⁶⁶ qualora sfoci in un abuso del potere di mercato, a contrastare il quale sono volte le regole *antitrust*; un altro, è collegato al tema delle esternalità. Queste ultime possono essere negative o positive. Le esternalità negative sono costi non internalizzati, cioè non subiti da chi consuma o produce un determinato bene e che vengono scaricati sulla collettività o un terzo. Esternalità positive sono all'opposto i benefici che vengono offerti da chi produce un bene alla collettività o ai terzi.

Ai fini del presente lavoro il fallimento del mercato più rilevante è rappresentato dalle asimmetrie informative⁶⁷. Tale situazione si verifica in un contesto di negoziazione, quando tra le parti coinvolte sussiste un divario di conoscenza, allorquando una di esse

⁶³ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 17.

⁶⁴ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 5.

⁶⁵ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 6.

⁶⁶ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 7 e ss.

⁶⁷ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 13 e ss.

sia molto più consapevole ed informata, rispetto all'altra, circa eventuali pregi o difetti dell'oggetto della negoziazione. Dinamiche di questo tipo si verificano soprattutto nei rapporti venditore-compratore: il venditore del prodotto conosce prima la qualità dello stesso, mentre il compratore può solo stimarla.

Ciò può portare la parte meno informata ad abbandonare l'affare, proprio per la sua incapacità di valutarlo appieno, così come portarla ad offrire un prezzo più basso, poiché la controparte non è in grado di fornire idonee garanzie sul valore dell'oggetto del contratto e i rischi che questo comporta. La negoziazione risulta quindi fallimentare per il fatto che una delle parti non può né verificare informazioni che rimangono ad essa nascoste (*hidden information*) né essere nelle condizioni di controllare comportamenti opportunistici che si verificano durante l'esecuzione del contratto (*hidden action*). Anche nei mercati finanziari, quindi, informazioni non trasparenti e imprecise sui prodotti comportano un'asimmetria informativa che può falsare il processo decisionale degli investitori⁶⁸.

I problemi associati all'asimmetria informativa nei mercati finanziari sono l'azzardo morale e la selezione avversa.

La selezione avversa è collegata all'asimmetria informativa che precede la conclusione del contratto. Poiché una parte non può sapere in anticipo se un'altra parte è effettivamente un buon contraente, offre un prezzo corrispondente alla media tra un buon affare e un cattivo affare. A questo punto il destinatario dell'offerta la accetterà, se consapevole di essere un cattivo contraente, mentre, viceversa, la rifiuterà se consapevole di avere un valore superiore alla media di mercato⁶⁹. Se non esistono strumenti per conoscere in anticipo il reale valore di ciascun contraente, la selezione avversa può condurre al fallimento del mercato perché le offerte sarebbero accettate solo dai contraenti peggiori.

⁶⁸ A. LASHITW, *Corporate uptake of the Sustainable Development Goals: Mere greenwashing or an advent of institutional change?*, «Journal of International Business Policy», 4 (2021), fasc. 1, p. 184–200.

⁶⁹ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 13 nt. 37.

L'azzardo morale è il particolare comportamento attraverso cui gli agenti massimizzano le proprie utilità a scapito di altri soggetti. Tale situazione è frequente se l'agente non sopporta tutte le conseguenze, positive o negative, delle proprie azioni⁷⁰.

Ciò può verificarsi in presenza di contratti incompleti o limitati. Cause dell'incompletezza sono: informazioni disuguali, barriere legali alla contrattazione e diversi tipi di costi legati al contratto⁷¹.

Fallimenti del mercato caratterizzati da azzardo morale si verificano anche in corrispondenza di dinamiche *principal-agent*⁷², le quali possono verificarsi in tutti i settori in cui un individuo agisce per conto di altri⁷³, dando così luogo ai c.d. problemi di agenzia. Secondo questa teoria, se l'agente, che agisce per un principale, non è esposto alle conseguenze della sua negligenza, può essere tentato di porre in essere scorrettezze⁷⁴. Per la riduzione delle asimmetrie informative può essere importante affidarsi ad un consulente, ossia ad un soggetto più esperto. Anche in questo caso, tuttavia, bisogna porre attenzione alle eventuali distorsioni cognitive, perché lo stesso rapporto di consulenza non è immune da *agency problems*⁷⁵.

4. Obblighi informativi e informazioni ingannevoli: tecniche regolatorie

Poiché il punto di partenza è l'aspirazione al benessere della società, sia del mercato sia degli individui che agiscono al suo interno, è importante che vengano stabiliti dei rimedi all'ingannevolezza. Per quanto qui di interesse, la vendita di prodotti finanziari non appropriati rispetto alle caratteristiche della clientela è ritenuta una delle principali

⁷⁰ Y. KOTOWITZ, *Moral Hazard*, in Eatwell, J., Milgate, M., Newman, P. (eds) *Allocation, Information and Markets*, 1989, p. 207-209.

⁷¹ Y. KOTOWITZ, *Moral Hazard*, cit., p. 207.

⁷² Cfr. M. C. JENSEN-W. H. MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, Volume 3, Issue 4, 1976, pp. 305-360.

⁷³ Cfr. MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit.

⁷⁴ MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit. p. 126.

⁷⁵ V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, p. 459. Un vizio può essere inoltre rappresentato dall'*overconfidence*, che può portare i professionisti a decisioni affrettate o mal valutate.

cause che possono minare la fiducia degli investitori⁷⁶. Per tale motivo, è vietata la diffusione nel mercato di informazioni false.

Ai fini della presente ricerca, tra le strategie di contrasto a pratiche scorrette o ingannevoli possono segnalarsi strategie preventive e strategie successive.

Le strategie preventive sono strategie normative, che hanno la caratteristica di innovare l'ordinamento giuridico preesistente e di essere sanzionabili mediante un apparato coercitivo. Un effetto di una strategia normativa può essere l'aumento di informazioni disponibili e un miglioramento della loro capacità di analisi attraverso l'educazione finanziaria: solo la conoscenza dei propri diritti consente un loro esercizio efficace⁷⁷.

Le strategie successive sono: strategie di *public enforcement*, basate sull'intervento di autorità pubbliche mediante sanzioni; strategie di *private enforcement*, di cui più diffusamente in seguito. In particolare, se il prodotto finanziario è inadeguato o, comunque, non è conforme alle aspettative, possono aversi diversi tipi di rimedi di diritto privato, generalmente sussumibili nella classica bipartizione tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale.

All'interno delle strategie preventive che puntano a mitigare i problemi derivanti dai fallimenti nel mercato troviamo: i sistemi di licenza; la divulgazione obbligatoria; la divulgazione volontaria.

Il primo di questi si incentra sulla possibilità di stabilire sistemi di autorizzazione (*licensure*). Questi requisiti che, nel campo dei prodotti, si traducono in standard minimi di qualità, assicurano un livello di qualità superiore.

Dal punto di vista dell'approccio della risoluzione della difficoltà, si tratta di "palliativi", ossia di rimedi provvisori, in quanto colpiscono il sintomo, ma non la malattia

⁷⁶ M. SIRI, *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie e la product governance nei servizi finanziari*, in *Economia e diritto del terziario*, 1/2016.

⁷⁷ MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit. Alcuni però individuano alcune ambiguità di una strategia basata sull'educazione finanziaria, in quanto gli investimenti sono intrinsecamente rischiosi, quindi sarebbe difficile eliminare ogni possibile rischio, anche aumentando le informazioni disponibili. V. a breve *infra*.

sottostante: migliorano la qualità dell'offerta ma non incidono sull'asimmetria informativa tra venditori e acquirenti. Sono inoltre rimedi restrittivi, perché vietano gli scambi anche se la parte più "forte" ha informato l'altra circa la qualità subottimale del bene o del servizio.

Un altro problema legato a questo sistema è quello della conoscenza, perché il regolatore, nello stabilire uno standard, presume di conoscere le preferenze degli acquirenti/clienti; se si sbaglia, sfavorisce transazioni che altrimenti si sarebbero concluse o, viceversa, rischia di non risolvere il fallimento di mercato pur aggravando i costi di *compliance*. Un altro profilo problematico attiene al fatto che spesso i sistemi di licenza creano barriere all'ingresso, favorendo così chi è già nel sistema, a scapito della concorrenza.

Il modello di regolazione sopra citato è anche definito "paternalistico", e avrebbe l'effetto di vietare le attività che danno adito a possibili errori di valutazione da parte dei partecipanti al mercato⁷⁸ (c.d. sistemi di *command&control*). Questa posizione viene da taluni criticata in quanto non tutte le persone sono esposte agli stessi errori cognitivi e quindi non avrebbe senso utilizzare una strategia così invasiva. Inoltre, gli effetti della maggiore consapevolezza sulle scelte sono ambigui: c'è il rischio che gli investitori si sentano eccessivamente sicuri, e così ancor più esposti al rischio di *misselling*⁷⁹. Un'altra posizione, di temperamento al modello appena esposto, coerentemente chiamata di c.d. *soft paternalism*, ritiene che debbano essere i destinatari dell'intervento normativo ad effettuare la scelta corretta, senza però impedirne una differente. Il rischio, in questo caso, è che comunque il consumatore resti vittima del potere dell'autorità e ritenga quanto consigliato dal legislatore affidabile a prescindere. Di qui i dubbi sollevati da parte della dottrina⁸⁰.

Dall'altra parte si pone chi ritiene di dover valorizzare comunque il processo decisionale degli investitori, illustrando loro gli eventuali errori cognitivi in cui possano cadere. In questa posizione l'educazione finanziaria assume un ruolo centrale, anche se

⁷⁸ A questo approccio è riconducibile la cd *product intervention* della Mifid II, V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, p. 468

⁷⁹ MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit. Un fenomeno simile è stato osservato dopo la diffusione dell'ABS nelle auto: i conducenti hanno iniziato a guidare in modo più spericolato poiché si sentivano più al sicuro.

⁸⁰ V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, p. 463.

non sufficiente⁸¹, nel limitare i *bias* comportamentali⁸². Vi è tuttavia chi osserva che l'aumento di informativa non conduce necessariamente a valutazioni più accurate⁸³.

Il secondo strumento di contrasto consiste nello stabilire una comunicazione obbligatoria (*mandatory disclosure*)⁸⁴. A differenza del precedente rimedio, questo colpisce direttamente le cause del problema livellando l'asimmetria informativa. Questo regime può essere messo in atto con due differenti modalità: imponendo che sia una delle due parti coinvolte nello scambio ad effettuare, di volta in volta, la comunicazione obbligatoria (*direct disclosure*); oppure stabilendo che il soggetto tenuto alla divulgazione debba effettuarla una volta sola volta, ad un'autorità (*centralized disclosure*). Con la divulgazione obbligatoria le autorità di regolamentazione non vietano le offerte che ritengono di bassa qualità e quindi non hanno bisogno di sapere in che modo i consumatori valutano effettivamente le offerte. Inoltre, rispetto alla licenza, impone barriere meno significative all'ingresso. Ciononostante, le autorità di regolamentazione incontrano il diverso problema di stabilire quali informazioni specifiche debbano essere divulgate: richiedere un'eccessiva divulgazione – o divulgazione di fatti già noti oppure irrilevanti - aumenterà inutilmente i costi di conformità mentre richiedere una divulgazione insufficiente non riuscirà ad alleviare l'asimmetria informativa.

Il terzo rimedio è la divulgazione volontaria (*voluntary disclosure*). A differenza sia della licenza che della divulgazione obbligatoria, la divulgazione volontaria non riposa su obblighi di legge o regolamento supportati da minacce di sanzione. Di conseguenza, i regimi di divulgazione volontaria, non imponendo standard minimi di qualità né specificando quali informazioni debbano essere divulgate, non hanno bisogno di

⁸¹ Per un elenco delle tecniche v. V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, p. 464.

⁸² V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, p. 465.

⁸³ V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, p. p. 458.

⁸⁴ T. LAMBERT, *How to Regulate. In How to Regulate: A Guide for Policymakers* (pp. I-II). Cambridge: Cambridge University Press, 2017.

conoscere le preferenze dei consumatori. La divulgazione volontaria, quindi, dovrebbe essere il rimedio prediletto per contrastare l'asimmetria informativa⁸⁵.

Guardando al rapporto tra i tre rimedi, tuttavia, la divulgazione obbligatoria, che comporta maggiori effetti collaterali della divulgazione volontaria ma meno della licenza, può essere appropriata quando è improbabile che si verifichi la divulgazione volontaria. Ciò può verificarsi in diverse situazioni. In primo luogo, se c'è poca concorrenza nel mercato in questione, i fornitori potrebbero non essere sufficientemente motivati a pubblicizzare la qualità delle loro offerte al fine di prevalere sui concorrenti. In secondo luogo, i produttori potrebbero essere riluttanti a diffondere un'informazione su un argomento, se la presenza di quelle informazioni potrebbe allontanare i potenziali acquirenti. Sebbene possa sembrare un'ipotesi astratta, si vedrà nel corso del lavoro come una motivazione simile possa in effetti aver allontanato dalla *disclosure* obbligatoria in materia di sostenibilità alcune imprese destinatarie di obblighi informativi. Infine, le aziende potrebbero non fornire informazioni su base volontaria per il timore che ciò possa avvantaggiare i loro concorrenti.

Secondo parte della letteratura che si è occupata dell'argomento, le autorità di regolamentazione dovrebbero imporre un regime di licenza, andando quindi oltre la divulgazione obbligatoria, solo se: ci sono ragioni di ritenere che le persone coinvolte nelle transazioni commettano sistematicamente errori di cui poi si pentiranno; i regolatori possano intervenire senza ostacolare troppi scambi reciprocamente vantaggiosi; se non si incentiveranno abusi di posizioni di potere anti competitivi⁸⁶.

5. Le informazioni ingannevoli nel rapporto tra investitore *retail* e intermediario.

L'asimmetria informativa, come visto, può verificarsi se le parti hanno accesso a informazioni differenti, ad esempio se una parte ha accesso a informazioni più aggiornate e rilevanti rispetto all'altra.

Uno degli ambiti in cui l'asimmetria informativa è stata più studiata, da una prospettiva civilistica, è quella della vendita di beni di consumo. In particolare, il consumatore è

⁸⁵ L'esperienza ha mostrato che se lo standard governativo non è esclusivo, anche qualora lo standard volontario non fosse buono, non si causerebbero molti danni lasciando la possibilità di creare/lasciare standard privati concorrenti.

⁸⁶ Cfr. <https://www.britannica.com/topic/environmental-law/Levels-of-environmental-law>.

ritenuto un soggetto in intrinseca condizione di asimmetria informativa⁸⁷, verso il quale l'ordinamento mira ad una protezione avanzata⁸⁸.

La disciplina di derivazione eurounitaria in materia di beni di consumo punta a ridurre l'asimmetria informativa nella contrattazione di massa, caratterizzata dalla spersonalizzazione del rapporto⁸⁹. A tal riguardo si è parlato di "asimmetria di posizione". Questa ha riflessi non solo nel singolo rapporto contrattuale, ma anche a livello di mercato⁹⁰. Si coglie quindi il nesso tra mercato e informazione: superiore è il tasso di informazione, superiore è il livello di efficienza del mercato⁹¹. Proprio in virtù del divario esistente tra professionista e consumatore e per la ambivalenza degli obblighi informativi è previsto un *enforcement* non solo privato, ma anche pubblico per il mancato rispetto degli stessi.

Un altro ambito in cui tipicamente si può registrare un problema di asimmetria informativa è appunto quello dei servizi finanziari. Ed uno dei contesti in cui l'informazione assume maggiore importanza è infatti nei rapporti tra intermediario finanziario e investitore⁹². Preliminarmente, viene quindi da domandarsi quale rapporto sussista tra consumatore e investitore.

I concetti di cliente e quello di investitore sono infatti accomunati dall'asimmetria di posizione e dall'esigenza di controllo dell'agire del contraente ritenuto "forte"⁹³; in entrambi i casi, sono presenti regole volte a ricondurre il comportamento della parte forte a canoni di correttezza e a condizionarne l'organizzazione⁹⁴.

Rispetto alle altre pratiche di informazione ingannevole che possano eventualmente verificarsi in altri contesti, il *misselling* finanziario si caratterizza tuttavia per la particolare complessità dei prodotti venduti e per il particolare potere contrattuale dei soggetti venditori, il che rende difficoltoso l'esercizio dei propri diritti da parte della clientela. Rinviando al successivo capitolo l'analisi dei rimedi a disposizione dell'investitore in caso di *greenwashing*, basti in questa sede osservare che spesso

⁸⁷ F. FERRARA, *Inadempimento dell'obbligo informativo dell'intermediario e nesso di causalità*.

⁸⁸ G. GRISI, *op. loc. cit.*, p. 599.

⁸⁹ G. GRISI, *op. loc. cit.*, p. 602.

⁹⁰ G. GRISI, *op. loc. cit.*, p. 604.

⁹¹ G. GRISI, *op. loc. cit.*, p. 607.

⁹² G. GRISI, *op. loc. cit.*, p. 611.

⁹³ G. GRISI, *op. loc. cit.*, p. 612.

⁹⁴ G. GRISI, *op. loc. cit.*, p. 612.

quest'ultimo non ha gli strumenti per comprendere se abbia subito un danno finanziario, men che meno se tale danno si verifica nel contesto di una normativa così intricata come quella sulla sostenibilità.

Segnatamente, il settore dei fondi comuni di investimento è un campo in cui l'asimmetria informativa è stata particolarmente studiata. Il nome del fondo comune di investimento può essere usato come un "segnale": può indicare all'investitore finale lo stile o la strategia di investimento del fondo comune, ma d'altro canto i gestori patrimoniali che agiscono in modo opportunistico possono sfruttare questa asimmetria informativa a loro vantaggio, inviando segnali fuorvianti⁹⁵ e scegliendo nomi per il prodotto finanziario non conformi alle caratteristiche promesse.

6. (Segue) Il contrasto alle informazioni ingannevoli nel sistema delineato da MiFID II e i suoi limiti. Il fenomeno del *misselling*.

Quando si parla di informazioni ingannevoli in ambito finanziario, non si può evitare di chiarire il riferimento terminologico che connota la pratica nel settore in esame, ovvero il c.d. "misselling"⁹⁶.

Il *misselling* è stato definito come "la vendita di servizi finanziari che non soddisfano le esigenze dei consumatori nel modo in cui vengono venduti" o una "vendita sleale o impropria di prodotti finanziari"⁹⁷.

L'inganno della pratica di *misselling* si manifesta, tra le altre cose, al materializzarsi di rischi imprevisti o costi ulteriori.

Tra le pratiche rientranti nel concetto di *misselling* si segnalano: la "vendita incrociata", ovvero la vendita di ulteriori prodotti finanziari al cliente al momento dell'acquisto del prodotto principale (il *bundling* si riferisce alla vendita di più prodotti o servizi insieme); la vendita di prodotti che non sono conformi all'offerta presentata o che non corrispondono al profilo di rischio o alle esigenze del cliente; la tendenza a proporre prodotti con alte commissioni se non sono tenuti a specificare quest'ultime⁹⁸; lo

⁹⁵ B. CANDELON-J.B. HASSE-Q. LAJAUNIE. *ESG-Washing in the Mutual Funds Industry? From Information Asymmetry to Regulation*. Risks 9: 199. <https://doi.org/10.3390/risks9110199>, 2021.

⁹⁶ MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit.

⁹⁷ MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit.

⁹⁸ Tale considerazione sarebbe alla base dell'introduzione nella disciplina MiFID II dell'obbligo di rappresentazione dei costi. Si veda S. ANAGOL, S. COLE, S. SARKAR (2013): *Understanding the Advice of*

sfruttamento delle lacune informative per collocare prodotti con basse *performance*⁹⁹, l'omissione di indicazioni sull'esistenza o le qualità di prodotti altrui per favorire i propri¹⁰⁰. Pratiche di *marketing* aggressive¹⁰¹ o sleali possono poi accompagnare la vendita impropria¹⁰².

Anche la remunerazione può favorire questa pratica, in quanto la presenza di incentivi in caso di vendita di una maggiore quantità di prodotti può indurre a vendere ad ogni costo e quindi a porre in essere comportamenti opportunistici¹⁰³. In altri termini, sussiste un rapporto di diretta proporzionalità tra presenza di incentivi e rischio di *misselling*¹⁰⁴.

Quest'ultimo spesso coinvolge le banche¹⁰⁵. Il potere negoziale di queste è molto elevato e non è infrequente la formulazione di contratti a condizioni inique a causa dell'asimmetria informativa con il cliente¹⁰⁶.

Storicamente, è nel Regno Unito che compare per la prima volta il termine "misselling", in relazione alla controversa vendita di polizze vita e assicurazioni sulla vita (polizze PPI), il cui scopo era garantire il rimborso di un mutuo in caso di verifica di un evento (morte, perdita del lavoro, infortunio). All'insaputa dei clienti le polizze erano vincolate a prestiti e non proteggevano il mutuatario in caso di inadempimento del prestito. La vendita di queste polizze ha provocato un effetto a catena con richieste di risarcimento da parte dei clienti¹⁰⁷.

Nel tempo, poi, il concetto ha cominciato ad apparire in relazione a prodotti e servizi finanziari diversi dalle assicurazioni, con riferimento a comportamenti erronei e negligenti del venditore ma comprendendo, in senso più lato, la situazione in cui il cliente

Commissions-Motivated Agents: Evidence from the Indian Life Insurance Market, Harvard Business School, Working Paper 12-055, pag. 31.

⁹⁹ FECHT, F., A. HACKETHAL, Y. KARABULUT (2013): *Is proprietary trading detrimental to retail investors?* Discussion paper, Deutsche Bundesbank No 42/2013, pag. 21.

¹⁰⁰ BOLTON, P., X. FREIXAS, J. SHAPIRO, *Conflicts of interest, information provision and competition in the financial services industry*, in *Journal of Financial Economics* 85, 297-331, 2007, pag. 317.

¹⁰¹ Ciò tipicamente si verifica nel caso di pressioni sulla tempistiche della vendita diretta, ad esempio sollecitando la firma della documentazione, o online, come nel caso di conto alla rovescia dell'orologio fino alla fine della promozione. MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit. pag. 125.

¹⁰² MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit., p. 121 e ss.

¹⁰³ MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit., p. 121 e ss.

¹⁰⁴ R. INDERST, E M. OTTAVIANI, 2009: *(Mis)selling through Agents*, in *American Economic Review* 99(3), 883-908, pag. 902.

¹⁰⁵ MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit., p. 121 e ss.

¹⁰⁶ MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit., p. 121 e ss.

¹⁰⁷ Cichorska, 2017, pp. 22-23, Butor-Keler, 2017, pp. 10-11.

non riesca a valutare correttamente il prodotto¹⁰⁸. In presenza di prodotti finanziari caratterizzati da elevata complessità¹⁰⁹ il rischio aumenta, perché proprio la complicatezza dei prodotti finanziari rende più ampio il divario con le conoscenze dei consumatori¹¹⁰. Tale divario è maggiore, come noto, nella vendita di servizi finanziari al dettaglio¹¹¹, dove i clienti hanno conoscenze limitate¹¹².

Si è visto che il *misselling* determina una incongruenza (*inconsistency*) del prodotto finanziario distribuito all'investitore finale rispetto al profilo di rischio, alle esigenze e alle aspettative del cliente¹¹³. Proprio il rischio che si verifichi questo effetto, dovuto alle asimmetrie informative tra cliente e intermediario, può frenare un investitore poco esperto dal compiere l'investimento¹¹⁴. Una siffatta pratica, tuttavia, come si è già intuito, può anche provocare pericolosi effetti sistemici: per il timore di incorrere in investimenti errati, i risparmiatori potrebbero decidere in massa di non investire, rallentando così la crescita dell'economia reale¹¹⁵. Il *misselling* è infatti una pratica di "gridlock", ossia il comportamento di favorire i propri profitti nel breve periodo a scapito della clientela¹¹⁶. Se gli altri concorrenti pongono in essere lo stesso comportamento ci si trova bloccati in un ingorgo (di qui il nome "gridlock") con possibilità di perdite per l'intero sistema¹¹⁷.

È quindi fondamentale che lo Stato adotti strategie di contrasto al *misselling* in quanto sebbene nel breve periodo i profitti possano aumentare per le aziende, nel lungo periodo si determina un calo di fiducia verso il sistema finanziario nel suo complesso¹¹⁸ oltre che diminuire il prestigio della singola società in questione¹¹⁹.

¹⁰⁸ C. B. MARTYSZ-J. P. RAKOWSKI, *Misselling consumer awareness study*, cit., p. 123 e ss.

¹⁰⁹ G. FRANKE-T. MOSK-E. SCHNEBEL, *Fair Retail Banking: How to Prevent Mis-selling by Banks*, White Paper No. 39 SAFE: Sustainable Architecture for Finance in Europe Konstanzer Online-Publikations-System (KOPS), Goethe University, 2016, reperibile all'indirizzo <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:bsz:352-0-424172>, p. 6.

¹¹⁰ C. B. MARTYSZ-J. P. RAKOWSKI, *Misselling consumer awareness study*, cit., p. 124.

¹¹¹ R. INDERST-M. OTTAVIANI, *(Mis)selling through Agents*, 2009, cit., *passim*.

¹¹² B. CARLIN-G. MANSO, *Obfuscation, Learning, and the Evolution of Investor Sophistication*, *Review of Financial Studies* 24, 754-785, 2011, pp. 25 e 26.

¹¹³ C. B. MARTYSZ-J. P. RAKOWSKI, *Misselling consumer awareness study*, cit., p. 123.

¹¹⁴ G. FRANKE-T. MOSK-E. SCHNEBEL, *Fair Retail Banking: How to Prevent Mis-selling by Banks*, cit., pag. 4.

¹¹⁵ R. INDERST-M. OTTAVIANI, *(Mis)selling through Agents*, cit., pag. 902.

¹¹⁶ R. INDERST-M. OTTAVIANI, *(Mis)selling through Agents*, cit., pag. 902.

¹¹⁷ MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit., p. 125.

¹¹⁸ MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit. p. 121 e ss.

¹¹⁹ MARTYSZ C. B. E RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study*, cit., p. 121 e ss.

Le norme dell'Unione europea nate come reazione alla crisi finanziaria sono volte ad aumentare la fiducia nei confronti dei mercati, tra l'altro migliorando gli obblighi trasparenza precontrattuale¹²⁰.

Uno degli obiettivi della *Capital Markets Union* ("CMU") è incoraggiare la partecipazione dei clienti non professionali ai mercati¹²¹. A sua volta, la Commissione ha avviato la sua "retail investment strategy"¹²² e la disciplina MiFID ha, tra gli altri, proprio l'obiettivo di proteggere gli investitori al dettaglio¹²³ con una disciplina armonizzata¹²⁴ (*investor protection*¹²⁵). "Protezione dell'investitore" è una locuzione con cui si intende l'insieme delle misure adottate in un contesto normativo con il fine di porre gli investitori al riparo da investimenti eccessivamente rischiosi, nei casi in cui si applichi il test di adeguatezza, o fraudolenti, qualora l'investitore sia vittima di un raggiro, o comunque di comportamenti non trasparenti.

Prima della crisi del 2008 l'approccio eurounitario riteneva sufficiente l'informazione riguardante costi, oneri e rischi. Non era prevista una regolazione specifica per determinare a monte l'offerta e la progettazione dei prodotti finanziari. Si prevedeva genericamente che le comunicazioni di *marketing* dovessero essere "corrette, chiare e non fuorvianti". La tutela prevista dai singoli stati riguardava per lo più la vera e propria frode, ma lasciava scoperte le condotte di confine.

Con l'avvento della crisi finanziaria si pose attenzione sull'inefficacia del *corpus* normativo allora esistente, in particolare sull'insufficienza delle regole di informativa obbligatoria e della *governance* delle banche e delle imprese di investimento. Come

¹²⁰ Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Testo rilevante ai fini del SEE), OJ L 352, 9.12.2014, Articoli 5–8.

¹²¹ Uno degli obiettivi della CMU è proprio incentivare gli investitori *retail* alla maggiore partecipazione ai mercati dei capitali, attraverso una serie di misure volte ad incrementarne il livello di fiducia. Si veda Commissione europea, *Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio. Prodotti migliori, maggiore scelta e più opportunità per consumatori e imprese*, Bruxelles, 10.12.2015 COM(2015) 630 final.

¹²² Per maggiori dettagli, si veda https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2022-suitability-appropriateness-assessments_en.

¹²³ G. FRANKE-T. MOSK- E. SCHNEBEL, *op. loc. cit.*, pag. 4.

¹²⁴ *Ivi*, pag. 7.

¹²⁵ V. COLAERT, *Investor Protection in the Capital Markets Union*, cit., *passim*.

sottolineato dal Considerando 104 della MiFID II, la crisi finanziaria ha messo in evidenza i limiti della previgente tutela degli investitori¹²⁶.

Poiché la disciplina della MiFID non è oggetto della presente ricerca, si espongono di seguito solo alcuni brevi cenni utili ad inquadrare la tematica degli obblighi informativi, al fine di introdurre più efficacemente la successiva definizione del *greenwashing* come pratica di *misselling*.

Per quanto qui di interesse, ossia la strategia di contrasto all'ingannevolezza dell'informazione, MiFID II si pone in sostanziale continuità con la MiFID I¹²⁷.

L'informazione è ad esempio connessa con l'attività di profilatura, in cui il flusso informativo è biunivoco tra cliente e intermediario. Il contenuto dell'obbligo di informazione è variabile e dipende, in caso di vendita di strumenti finanziari, dai criteri di adeguatezza e appropriatezza dell'operazione in quanto il suo oggetto è quello di «informare in maniera calibrata rispetto alla classificazione e al profilo del cliente¹²⁸». Queste regole, già oggetto di trattazione all'interno della direttiva MiFID I, sono poi state ampliate e rafforzate dalla successiva MiFID II. Nel valutare l'adeguatezza rispetto alle esigenze del singolo cliente¹²⁹, sono importanti diversi fattori come l'età, la ricchezza, lo stato di salute, la tolleranza al rischio del cliente e la capacità di sostenere perdite e valutazione di adeguatezza periodica¹³⁰. Si tratta di dati raccolti attraverso l'apposito "test" di cui all'articolo 25, che ha anch'esso una funzione di contrasto del *misselling*.

¹²⁶ V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, p. 466.

¹²⁷ V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, p. 29.

¹²⁸ V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, p. 35.

¹²⁹ A sua volta il flusso di informazioni dirette al cliente è filtrato dall'elaborazione cognitiva dello stesso intermediario Mifid II, così V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *op. loc. cit.*, p. 35.

¹³⁰ Tali previsioni si rinvergono nell'art. 25 della Direttiva MiFID II. Per una disamina più dettagliata delle innovazioni introdotte dalla seconda versione della MiFID, si veda ANNUNZIATA F., *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Rivista delle Società*, fasc. 4, 1 agosto 2018, pag. 1115.

L'obiettivo di far combaciare le aspirazioni di investimento con il prodotto offerto si ritrova anche nella disciplina della *product oversight and governance*, che mira a stabilire un gruppo di destinatari a cui un determinato strumento finanziario si riferisce.

Questa disciplina è stata introdotta dalla MiFID II a presidio dell'investitore, volendo inserire delle regole sin dalla fase di progettazione del prodotto, perché già qui possono annidarsi distorsioni a favore dell'intermediario¹³¹. Con l'espressione "*Product oversight and governance*" si intende un complesso di obblighi che disciplinano il processo di ideazione e realizzazione dei prodotti finanziari e finanziari assicurativi destinati ad essere collocati nel mercato, ponendo il cliente al centro del processo di ideazione, revisione e distribuzione dei prodotti finanziari la considerazione. In base alla *Product oversight and governance* i produttori ("manufacturers") devono definire il *target* di mercato potenziale (identificandolo con un livello sufficientemente specifico, "granulare") e la strategia di distribuzione, mentre i distributori ("distributors") devono definire il mercato *target* (effettivo) e vendere all'interno di questo.

I prodotti devono essere disegnati in base alle caratteristiche di un mercato di riferimento (*target market*)¹³². L'individuazione del *target market* opera quindi a monte del processo di produzione e vendita, la valutazione di adeguatezza a valle¹³³.

Per quanto riguarda le comunicazioni di *marketing*, anche la MiFID II, come la precedente direttiva, stabilisce che l'informazione debba essere corretta, chiara e non fuorviante¹³⁴. L'importanza delle comunicazioni di *marketing* è stata di recente ribadita dall'ESMA, la quale ha avviato un'azione di vigilanza comune (CSA), che sarà condotta nel corso del 2023, con le autorità nazionali competenti (ANC) sull'applicazione delle regole di divulgazione della MiFID II per quanto riguarda le comunicazioni di marketing all'interno dell'Unione. L'autorità europea è infatti consapevole del ruolo chiave che le comunicazioni di *marketing* e la pubblicità possono svolgere nel determinare il comportamento dei consumatori e influenzare le decisioni di investimento. Le autorità

¹³¹ Cfr. A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in Banca Borsa Titoli di Credito, Milano, 2019, I, pp. 6-9 e D. COLONNELLO, *Rischio di mis-selling per il risparmiatore retail: strategie normative e prospettive in ambito europeo*, 11 Maggio 2022, Ufficio studi, Consob.

¹³² Una disamina dettagliata della tematica è offerta da D. BUSCH, *Product Governance and Product Intervention under MiFID II/MiFIR*, in D. Busch e G. Ferrarini (a cura di), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2016, p. 253 e ss..

¹³³ Si veda artt. 24 e 25 MiFID II e M. RABITTI, *op. cit.*, pag. 157.

¹³⁴ Art. 24 par. 3 MiFID II.

nazionali sono quindi chiamate ad esaminare se le comunicazioni di *marketing* (comprese le pubblicità) siano corrette, chiare e non fuorvianti con particolare attenzione ai prodotti di investimento più rischiosi e complessi¹³⁵.

Concludendo, si accenna ad alcuni limiti della disciplina. Uno di questi, nonostante il merito di aver disciplinato più analiticamente le regole a protezione dell'investitore e gli annessi obblighi informativi, è dato dall'approccio per *silos*, settoriale¹³⁶, con il rischio di arbitraggi normativi e di trattamento diseguale di prodotti sostanzialmente simili quanto a caratteristiche e rischiosità per l'investitore finale. Sussiste inoltre un problema delle conseguenze della violazione degli obblighi informativi, in quanto la direttiva MiFID è sprovvista di un apparato rimediabile di carattere civilistico armonizzato a livello europeo¹³⁷.

7. Informazioni ingannevoli e greenwashing: definizione del fenomeno. Specificità del *greenwashing* finanziario nella “Call for evidence” delle ESAs e nella risposta del “Securities and Markets Stakeholder Group”

Il punto di collegamento con le considerazioni svolte nei precedenti paragrafi è dato dal qualificare il *greenwashing* finanziario (restano fuori dal campo di indagine forme di *greenwashing* sperimentate in altri settori) come pratica di *misselling*. Da questa qualificazione derivano alcune conseguenze, per il momento in forma di ipotesi, verificabili nel prosieguo del lavoro:

- se il *greenwashing* fosse una *species* del più ampio *genus* del *misselling*, ossia della pratica di vendita impropria/ingannevole di prodotti finanziari, allora le cause e le tecniche regolatorie viste per il secondo dovrebbero valere anche per il primo;
- poiché il *greenwashing* sembra presentare profili di specialità rispetto al *misselling*, occorrerà domandarsi se da questa specificità derivino cause o rimedi propri.

¹³⁵ Questa indagine servirà anche per raccogliere informazioni su possibili condotte di *greenwashing*.

¹³⁶ Parlamento europeo, *Mis-selling of financial products*, Studio del 13 giugno 2018, p. 13.

¹³⁷ V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), *op. loc. cit.*, p. 41. V. Capitolo III. Cfr. F. DELLA NEGRA, *I rimedi per la violazione di regole di condotta MiFID II: una riflessione di diritto UE*, in *Banca borsa titoli di credito*, 5/2020, pp. 700 ss.

Si è già anticipato¹³⁸ che con l'espressione "greenwashing"¹³⁹ si intende la pratica posta in essere dall'impresa di ingenerare una falsata percezione nell'acquirente del prodotto circa la sostenibilità dello stesso, mediante l'esagerazione di un aspetto collegato alla sostenibilità¹⁴⁰. In altre parole, si tratta di un fenomeno che si verifica quando le imprese, intenzionalmente o meno, con informazioni false¹⁴¹ o fuorvianti, immettono sul mercato prodotti e servizi che appaiono più "verdi" di quanto siano¹⁴². Ciò avviene per andare incontro ad una nuova domanda di prodotti verdi, con l'obiettivo di far credere ai consumatori che i prodotti rispettino l'ambiente¹⁴³.

Per quanto riguarda i mercati finanziari, all'interno del quadro normativo dell'Unione europea sulla finanza sostenibile troviamo varie definizioni di *greenwashing*.

Ad esempio, il considerando numero 11 del regolamento Tassonomia lo definisce come la pratica consistente «nell'ottenere un vantaggio sulla concorrenza in modo sleale commercializzando un prodotto finanziario come ecocompatibile quando in realtà gli standard ambientali di base non sono soddisfatti».

Il considerando 2 della direttiva (UE) 2022/2464 (CSRD), invece, lo relaziona ai «prodotti finanziari che pretendono indebitamente [affermano falsamente] di essere sostenibili».

In assenza di una definizione normativa univoca e di riferimenti certi, le ESAs hanno lanciato una "Call for evidence" ("CFE") per meglio comprendere il fenomeno del *greenwashing*.

¹³⁸ Cfr. *supra*, presentazione della ricerca.

¹³⁹ La prima formulazione compiuta della nozione si deve a T. WAHIDA SHAHAN, *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, 2013, 7, 1, pp. 81-88.

¹⁴⁰ T. RUMI, *La tutela del consumatore dalle asserzioni ambientali ingannevoli*, in *Jus civile*, 2022, pp. 1408 ss.

¹⁴¹ N. FURLOW, *Greenwashing in the New Millennium*, in *The Journal of Applied Business and Economics*, 2010, Vol. 10 (6), p. 22.

¹⁴² Ottman, J. (2017) *The new rules of green marketing: strategies, tools, and inspiration for sustainable branding*. [e-book] Available: <https://web-p-ebsohost.com.ezproxy.cc.lut.fi/ehost/ebookviewer/ebook/ZTAwMHh3d19fNzc0NTI5X19BTg2?sid=9ff0aefc-c0d6-4796-a063-bb94961f1524@redis&vid=0&format=EB&rid=1>

¹⁴³ Investopedia, voce "Greenwashing" Disponibile su: <https://www.investopedia.com/terms/g/greenwashing.asp>.

Con questo documento, le autorità europee sono interessate a raccogliere i punti di vista delle parti interessate in relazione a questa pratica.

Tra gli obiettivi, vi era quello di inquadrare al meglio le pratiche in relazione alle dichiarazioni di sostenibilità a livello di soggetto (*entity level*) o a livello di prodotti o servizi (*product level*).

Le dichiarazioni a livello di soggetto riguardano ciò che l'ente sta facendo verso la sostenibilità a livello organizzativo e procedurale.

Le dichiarazioni a livello di prodotto (dove "prodotto" è un termine da intendersi in senso generico, comprendente tutti gli strumenti finanziari, i titoli, i prodotti di investimento, bancari, assicurativi o pensionistici oltre che tutti i servizi rilevanti per ciascun settore considerato) riguardano il modo in cui un prodotto o servizio tiene conto della sostenibilità.

Secondo la chiave di lettura che forniscono le autorità europee di supervisione, il *greenwashing* potrebbe essere analizzato sotto diversi profili.

In primo luogo, si può guardare al ruolo che i partecipanti al mercato svolgono nella pratica. Secondo la ricostruzione delle ESAs, i partecipanti al mercato potrebbero infatti potenzialmente svolgere tre ruoli principali diversi in ogni dato evento di *greenwashing*: Ha il ruolo di "trigger" chi immette per la prima volta l'informazione fuorviante sul mercato; "spreader" è colui che diffonde l'informazione e "receiver" il destinatario della stessa. L'esempio fornito dalla CFE è il seguente: un emittente aziendale può "innescare" il *greenwashing* sottostimando le proprie emissioni di carbonio (*trigger*). Questa affermazione fuorviante potrebbe essere comunicata sia ai gestori degli investimenti, ai fornitori di dati ESG e/o ad altri partecipanti al mercato (*receiver*), alcuni dei quali potrebbero continuare a diffondere l'informazione agli investitori finali¹⁴⁴.

L'affermazione sulla sostenibilità può inoltre riguardare la *governance* e la remunerazione di un'impresa in materia di sostenibilità e le risorse dedicate da un soggetto o da un prodotto alle questioni di sostenibilità; la strategia di sostenibilità, obiettivi, caratteristiche o qualifiche di un soggetto o un prodotto; le metriche relative alla sostenibilità basate su dati storici o obiettivi futuri.

¹⁴⁴ ESAs, *Call for evidence*, p. 10.

A rendere un'affermazione sulla sostenibilità fuorviante possono concorrere diverse caratteristiche, ad esempio una divulgazione selettiva (solo di alcune informazioni a scapito della completezza delle stesse) in una omissione rilevante, oppure un'informazione esageratamente positiva o vaga e così via.

Infine il *greenwashing* può diffondersi attraverso diversi canali attraverso i quali le dichiarazioni relative alla sostenibilità vengono comunicate ad altri lungo la catena del valore sostenibile (tra cui documenti normativi, valutazioni/*benchmark*/etichette, informazioni sui prodotti, materiali di *marketing*) o le varie fasi del “ciclo di vita” del prodotto in cui tali dichiarazioni avvengono (ad esempio fabbricazione oppure consegna del prodotto).

Le autorità affermano poi che la pratica possa astrattamente configurarsi non solo, come è più facilmente intuibile, in caso di violazione di normative puntuali (quali, per lo stesso esempio delle ESAs, violazioni della normativa SFDR, di cui *infra*) ma anche a seguito del mancato rispetto dei principi generali, come descritto nella legislazione finanziaria generale dell'UE o più specificamente nella legislazione dell'UE in materia di finanza sostenibile (ad esempio l'obbligo di fornire informazioni corrette, chiare e non fuorvianti). Basti per ora osservare che, da un lato, è compito dei singoli Stati membri stabilire sanzioni; dall'altro, sembra *prima facie* difficilmente verificabile il mancato rispetto di normative generali sulla sostenibilità. Questo profilo sarà di particolare interesse in seguito, quando ci si occuperà del profilo dell'inadempimento dell'obbligo.

Le autorità rilevano inoltre che, se non affrontato, il *greenwashing* minerà la fiducia nei mercati e nelle politiche della finanza sostenibile, indipendentemente dal fatto che sia stato accertato un danno immediato a singoli consumatori o investitori (in particolare attraverso la “vendita impropria” o “*misselling*”, come si è visto) o l'acquisizione di un vantaggio competitivo sleale¹⁴⁵. Anche questo punto sarà di interesse nella prosecuzione della ricerca, in quanto lascia intendere che, quantomeno secondo le autorità europee, il *greenwashing* sia da contrastare a prescindere dall'esistenza di danni acclarati. Una considerazione che solleva interrogativi sulla tenuta dell'impianto della responsabilità civile attuale, imperniato sulla necessità di conseguenze dannose accertate, per

¹⁴⁵ ESAs, *Call for evidence*, p. 5 e ss.

combattere fenomeni che possono, in effetti, non produrre danni visibili nell'immediato. È un terreno scivoloso, che verrà affrontato successivamente nel presente lavoro.

Continuando invece con la trattazione del *greenwashing*, occorre citare per completezza anche un recente lavoro del “Securities and Markets Stakeholder Group” che dialoga con la citata “Call for evidence”.

Come osservato dall'SMSG, la definizione sopra richiamata di “greenwashing” è insufficiente a fornire una descrizione completa del fenomeno, in quanto si riferisce solo a standard ambientali, e non a standard sociali e di *governance*. Il termine “greenwashing” è infatti storicamente spesso inteso come riferito a temi ambientali (la “E” in “ESG”), mentre l'SMSG ritiene che dovrebbe comprendere anche l'aspetto sociale (“S”) e la *governance* (“G”). Un termine più appropriato potrebbe, in effetti, essere “ESG washing” or “sustainability washing”. Per convenzione nella presente ricerca si continuerà ad utilizzare il termine *greenwashing*, riferendosi però a informazioni ingannevoli che possano coinvolgere anche i profili sociale e della *governance*.

Inoltre, mentre le autorità europee nella loro “Call for evidence” avevano ipotizzato che il *greenwashing* potesse essere intenzionale e non intenzionale¹⁴⁶, secondo l'SMSG, solo le false dichiarazioni possono equivalere al *greenwashing*, mentre gli errori non intenzionali o le variazioni dei dati comunicati dovuti ad ulteriore disponibilità di dati o all'arricchimento delle metodologie di calcolo, dovrebbero essere trattati diversamente. Questo perché, a causa dell'attuale mancanza di dati grezzi e quadri normativi incompleti gli operatori possono effettivamente fornire false dichiarazioni involontariamente¹⁴⁷ e quindi sarebbe ingiusto addossare su di essi le conseguenze di un mancato rispetto della normativa.

La posizione del SMSG include anche azioni migliorative (o, con il lessico della presente ricerca, strategie preventive) per contrastare il *greenwashing*:

- chiarire i concetti e la terminologia correlati, come "verde/green", "ESG" e "sostenibile", "impact investing" e "investimento sostenibile”;

¹⁴⁶ Securities and Markets Stakeholder Group, *Advice to ESMA*, 19 gennaio 2023, ESMA22-106-4384, p. 5.

¹⁴⁷ Securities and Markets Stakeholder Group, *Advice to ESMA*, cit., p. 2 e p. 5.

- identificare potenziali lacune prima di introdurre nuovi requisiti legislativi. L'SMSG consiglia alle ESAs di elencare le pratiche di *greenwashing*;
- allineare le affermazioni relative alle caratteristiche e agli obiettivi ESG e/o alle metriche ESG presenti nella documentazione con il reale prodotto offerto¹⁴⁸;
- fare chiarezza in merito alla responsabilità lungo la catena del valore del *greenwashing*¹⁴⁹.

Successivamente chiamato dalle autorità europee a fornire un parere su alcuni interrogativi specifici, il gruppo consultivo è poi nuovamente tornato sull'argomento, definendo il *greenwashing* come «la pratica di fuorviare gli investitori, in particolare (ma non limitatamente a) nel contesto dell'ottenimento di un vantaggio competitivo sleale, facendo un'affermazione ESG non comprovata su un prodotto o servizio finanziario¹⁵⁰».

Il gruppo consultivo, raffrontando alcune normative unionali che a vario titolo si occupassero di *greenwashing*, ha individuato alcuni punti chiave per una definizione olistica, che tenga conto di tutte le sfaccettature del fenomeno.

In primo luogo, la pratica è volta a ottenere un vantaggio di concorrenza sleale, in quanto le imprese che forniscono informazioni false al mercato possono danneggiare le altre aziende concorrenti, che sostengono i costi relativi alla sostenibilità. Inoltre in una fase quale quella attuale, il *greenwashing* rischia di minare alla credibilità della transizione sostenibile.

Tuttavia la componente concorrenziale non esaurisce la pratica, che si connota anche per una vocazione informativa, ossia il fatto che gli investitori ricevano informazioni

¹⁴⁸ Securities and Markets Stakeholder Group, *Advice to ESMA*, cit., p. 1.

¹⁴⁹ Securities and Markets Stakeholder Group, *Advice to ESMA*, cit., p. 2.

¹⁵⁰ Testualmente: «the practice of misleading investors, notably (but not limited to) in the context of gaining an unfair competitive advantage, by making an unsubstantiated ESG claim about a financial product or service». Così Securities and Markets Stakeholder Group, *Advice to ESMA. SMSG advice to ESMA on additional questions relating to greenwashing*, 16 marzo 2023, ESMA22-106-455 p. 1. Per varie accezioni di *greenwashing* presenti nel corpus normativo eurounitario si rimanda allo stesso documento dell'SMSG, p. 5 e ss. In particolare è in atto una proposta per riformare il diritto europeo dei consumatori in tal senso. Inoltre, un recente studio della Commissione ha valutato 150 asserzioni ambientali e ha rilevato che una quota considerevole (53,3%) di esse fornisce informazioni vaghe, fuorvianti o infondate sulle caratteristiche ambientali dei prodotti in tutta l'UE e in un'ampia gamma di gruppi di prodotti (sia nella pubblicità che oltre che sul prodotto), così e «I consumatori si trovano di fronte a dichiarazioni ambientali poco chiare o scarsamente comprovate ('greenwashing') da parte delle aziende». Il Considerando 1 della Proposta afferma che «al fine di contrastare le pratiche commerciali sleali che impediscono ai consumatori di compiere scelte di consumo sostenibili, come le pratiche associate all'obsolescenza precoce dei beni, dichiarazioni ambientali fuorvianti ("greenwashing"), non trasparenti e non etichette di sostenibilità credibili o strumenti di informazione sulla sostenibilità, dovrebbero essere introdotte norme specifiche nel diritto dei consumatori dell'Unione».

fuorvianti. Cogliere questa seconda prospettiva è importante per dare risalto, afferma il gruppo consultivo, ai casi in cui pure ci sia un solo attore nel mercato e quindi non potrebbe verificarsi alcuna concorrenza oppure, viceversa, tutti gli attori del mercato ponessero in essere comportamenti di *greenwashing*, perché anche in queste casistiche rimarrebbe un disvalore rappresentato dal fuorviare gli investitori.

In altre parole, la pratica ha duplice vocazione lesiva, sia nei confronti degli investitori (componente informativa) se gli investitori sono lesi dall'informazione erronea, sia nei confronti dei concorrenti (componente concorrenziale).

8. Le scelte sostenibili degli investitori

Da quanto emerso nel precedente paragrafo, si può notare come attualmente possa verificarsi una discrepanza tra l'obiettivo di un prodotto e le aspettative degli investitori¹⁵¹.

Questo perché non sempre l'interesse all'investimento sostenibile è accompagnato da una completa informazione. Nel 2018 la Commissione europea, nel raccogliere i risultati di un questionario sull'integrazione delle considerazioni ambientali, sociali e di *governance* all'interno della valutazione dell'adeguatezza, aveva riscontrato che solamente una minoranza della clientela mostrava un interesse alla sostenibilità nel corso della consulenza. Le motivazioni erano da addurre alla scarsa trasparenza, al rischio di *greenwashing* e alla carenza di educazione sull'impatto di scelte di prodotti finanziari sostenibili sui rischi e sulla *performance*¹⁵².

È un dato di fatto, però, che sempre più (consumatori e) investitori scelgano la sostenibilità. Per questi ultimi, oltre che una scelta dettata da ragioni "altruistiche", può essere altresì fonte di guadagno¹⁵³. Le motivazioni di investimento possono essere solo morali o solo economiche oppure una commistione tra le due¹⁵⁴.

¹⁵¹ Securities and Markets Stakeholder Group, *Advice to ESMA*, 19 gennaio 2023 ESMA22-106-4384, p. 2.

¹⁵² Commissione europea, Regolamento delegato (UE) della Commissione del 21.4.2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento, Bruxelles, 21.4.2021 C(2021) 2616 final, p. 4.

¹⁵³ E. TUCCARI, *Verso una disciplina consumeristica "sostenibile" del settore automotive?*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana* N° 18, febbraio 2023, pp. 108-147 e dottrina ivi citata.

¹⁵⁴ D. DAL MASO-G. FIORENTINI (a cura di), *Creare valore a lungo termine*, cit., p. 102.

In un recente studio sono state individuate molteplici cause di avvicinamento alla sostenibilità così come fattori di allontanamento dalla stessa.

Un “classico” incentivo è la percezione di rendimenti superiori. Possono tuttavia riscontrarsi anche altri fattori.

Ad esempio, il grado di alfabetizzazione finanziaria. Questo, a sua volta, risulta essere connesso positivamente con alcune variabili personali, tra cui il «genere femminile, la giovane età, il livello di istruzione» e «la condizione finanziaria approssimata da patrimonio e reddito¹⁵⁵». Vi sono poi dei tratti caratteriali, come la propensione all'altruismo o «l'attitudine a battersi per una causa riguardante la collettività senza pretendere nulla in cambio, l'importanza assegnata alle norme morali, l'attenzione ai fattori ambientali e sociali¹⁵⁶» o un particolare coinvolgimento emotivo.

Gli individui che hanno una forte propensione verso le tematiche sociali o ambientali e che danno particolare rilievo ai valori etici possono investire in prodotti sostenibili, anche se questo comportasse rendimenti inferiori rispetto a quelli degli investimenti tradizionali.

Altri fattori che possono creare maggiore propensione nei confronti degli investimenti sostenibili sono la maggiore tolleranza al rischio e la fiducia verso il sistema finanziario e gli emittenti¹⁵⁷.

Sempre lo stesso studio ha mostrato che, ad incidere sulla volontà di investire nel *green*, è anche il modo in cui l'informazione viene presentata, e nello specifico le rappresentazioni grafiche delle *performance* ambientali, c.d. *climate performance information*.

Si riscontrerebbe, inoltre un vero e proprio effetto “framing” ossia il fenomeno per cui assume maggiore importanza la “cornice” all'interno della quale viene presentata l'informazione, rispetto all'informazione stessa o agli apporti forniti da certificatori esterni, metriche e indicatori.

Un altro fattore di avvicinamento è costituito dalla presenza del consulente finanziario, soprattutto se svolge attivamente il ruolo di avvicinare il cliente alle soluzioni ESG e

¹⁵⁵ D. COSTA-M. GENTILE-N. LINCIANO, *Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB*, 3, novembre 2022, p. 11.

¹⁵⁶ *Ibidem*.

¹⁵⁷ *Ibidem*.

glike presenta in modo semplice.

All'interno dei fattori di allontanamento, troviamo, spesso, "il negativo" di un fattore di avvicinamento, e quindi: la percezione di una scarsa o peggiore *performance* del prodotto sostenibile rispetto all'investimento tradizionale; la scarsa o assente educazione finanziaria; la paura di incorrere nel *greenwashing*, ossia che si tratti solo di operazioni di *marketing*; un'attitudine soggettiva alla strategia di *short termism*, soprattutto se si ritiene che la sostenibilità produca frutti solo nel lungo periodo; la complessità delle informazioni; la grande quantità delle stesse informazioni, con un "sovraccarico informativo" (c.d. *information overload*) che può generare allontanamento dall'investire¹⁵⁸; la presenza di un consulente che abbia convinzioni erranee o che ponga in essere comportamenti scorretti.

9. La problematicità dei dati non finanziari

L'aumento di interesse verso gli investimenti socialmente responsabili è andato di pari passo con il proliferare non solo di normative in materia di sostenibilità, ma anche di etichette di sostenibilità e di altri metodi di certificazione. Questi strumenti hanno lo scopo di supportare gli investitori nel differenziare i prodotti finanziari che presentano attributi sostenibili da quelli che ne sono sprovvisti.

All'interno delle normative in materia di sostenibilità, come si è avuto modo di osservare¹⁵⁹, possono ricondursi tutti gli atti emanati dall'Unione europea con l'obiettivo di raggiungere la neutralità delle emissioni di carbonio entro il 2050. Il regolamento SFDR e quello sulla Tassonomia, ad esempio, si inseriscono all'interno di questa categoria.

Le certificazioni, invece, sono delle procedure con cui dei terzi garantiscono la conformità di un oggetto della certificazione a certi parametri o standard. L'"etichetta" è un simbolo convenzionale che attesta la verifica della conformità al parametro/standard (c.d. *label*).

¹⁵⁸ D. COSTA-M. GENTILE-N. LINCiano, *Interesse verso gli investimenti sostenibili*, cit., p. 12.

¹⁵⁹ V. *supra*, introduzione.

Risalgono agli anni '70 le prime etichette di sostenibilità di prodotti di consumo, specialmente di natura ambientale, per certificare il profilo ecologico dei prodotti, mentre è solo tra fine '900 inizio anni 2000 che emergono sistemi di etichettatura nella finanza. Nel settore dei fondi comuni di investimento questi sistemi sono divenuti uno strumento a supporto di strategie di differenziazione. La prima etichetta per fondi di investimento, “Finansol”, è francese e risale al 1997.

Attualmente, ci sono diverse etichette di sostenibilità in Europa, provenienti o dal settore privato oppure appoggiate da enti governativi (come l’etichetta “LuxFLAG” in Francia e quella “FNG” in Germania, seguita poi da altri Stati) e organizzazioni indipendenti senza scopo di lucro (NPO)¹⁶⁰. Etichette e certificazioni sostenibili possono dunque guidare gli investitori (ma ancor prima i gestori che fanno da “tramite”) nella scelta tra una profusione di prodotti finanziari che si commercializzano come sostenibili, anche se l’aumento dei sistemi di etichettatura, che spesso adottano approcci differenti tra loro, non agevola la comprensione. Per orientare le proprie decisioni di investimento, gli investitori si affidano a segnali semplici e accessibili della *performance* del fondo forniti da terze parti, come le valutazioni di Morningstar. Allo stesso modo, lo sviluppo di strumenti come le certificazioni e gli schemi di etichettatura mira a trasformare informazioni eccessivamente complesse in dati di facile comprensione.

Per gli investitori, può non essere semplice ricercare fondi che corrispondano alle proprie preferenze di sostenibilità, oltre che valutare se le strategie di investimento effettivamente seguite da tali fondi siano effettivamente coerenti con gli obiettivi di investimento dichiarati nelle rispettive dichiarazioni di intenti. Questo perché sempre più prodotti presentano “attributi di sostenibilità” (ovvero il richiamo a una qualche forma di sostenibilità), anche se poi non è facile:

- a monte, scegliere su quale prodotto investire, perché l’utilizzo del diverso gergo utilizzato nel settore per comunicare le strategie di sostenibilità, tra cui l’uso di terminologie quali "ESG", "verde", "impatto", "responsabile", può aumentare l'incertezza che circonda gli “attributi sostenibili” dei prodotti di investimento invece di semplificare il processo decisionale: un numero crescente di prodotti

¹⁶⁰ S.B. RAMOS-M.C. CORTEZ-F. SILVA FLORINDA, *Divergence in Mutual Fund Sustainability Labelling*, 2022, p. 2.

concorrenti e apparentemente comparabili può rappresentare una sfida complicata, unita alla difficoltà nell'elaborare informazioni finanziarie sofisticate e sostenere costi di ricerca aggiuntivi associati alla valutazione della sostenibilità;

- capire quanto effettivamente il prodotto sia sostenibile, perché vengono compresi nell'area del "green" sia prodotti che hanno caratteristiche di sostenibilità sia veri e propri obiettivi di sostenibilità (categorie entrambe contemplate da SFDR);

- in caso di scoperta non corrispondenza con le proprie aspettative di sostenibilità, citare in giudizio la controparte, in quanto l'apparato rimediale non è attualmente chiaro.

Sempre con l'obiettivo di aumentare il flusso informativo ai potenziali investitori sono stati adottati i regolamenti SFDR e Tassonomia. Tali regolamenti incidono sulla documentazione che precede l'investimento (prospetti e documenti d'offerta), sull'informativa periodica (relazioni annuali) e sui siti web.

Come si vedrà a breve, si è diffusa una prassi tra gli operatori nel senso di fare coincidere gli obblighi di trasparenza con delle "categorie" di prodotti finanziari. Tali categorie, si anticipa, sono: i prodotti che non perseguono profili di sostenibilità (c.d. "pale green" ai sensi dell'art. 6 SFDR), quelli che hanno caratteristiche di sostenibilità (c.d. "light green" ex art. 8 SFDR) e quelli che perseguono obiettivi di sostenibilità (c.d. "dark green" ex art. 9 SFDR). Trattasi di prassi, in quanto il regolamento è nato come iniziativa ascrivibile nell'ambito della sopra descritta "mandatory disclosure", dunque non come sistema di licenza o di etichettatura.

La nuova normativa, fin dagli albori dell'applicazione, è stata intesa non solo come punto di riferimento per gli obblighi informativi verso gli investitori, ma anche come sistema di classificazione, portando i gestori dei fondi comuni di investimento, animati sia dall'intento di rispettare le nuove norme, sia da quello di sfruttare a proprio vantaggio la novità, sia ancora perché nell'ambito dell'adempimento di un proprio scopo aziendale sostenibile a modificare le strategie di distribuzione e ad "etichettare" i fondi come "articolo 8" o "articolo 9", in assenza di una definizione di *greenwashing* finanziario e

quindi senza la possibilità di comprendere appieno se la loro stessa interpretazione della normativa fosse quella più aderente al dettato normativo¹⁶¹.

Se da un lato questa operazione ha avuto l'effetto concreto di incanalare i risparmi degli investitori verso la direzione della sostenibilità, dall'altro la verificabilità del reale collegamento con gli stessi fattori ESG è pressoché assente, perché l'attività di promozione effettuata – ascrivibile ad un vero e proprio comportamento di *marketing*¹⁶² – non si è svolta all'interno di parametri definiti a livello di Unione europea. In altre parole, se l'obiettivo del legislatore eurounitario era quello di incidere sul profilo dell'obbligo, la realtà è stata quella di promuovere i prodotti con denominazioni *green* a prescindere da un controllo con una corrispondenza agli “attributi sostenibili”.

10. Conclusioni

Il capitolo si era prefissato lo scopo di fornire gli strumenti per affrontare la successiva lettura e cominciare a suggerire alcune delle questioni più problematiche che sottendono alla regolazione SFDR.

In particolare, si è visto come secondo un approccio moderno della finanza, sono presenti fallimenti del mercato di cui il più rilevante, per la tematica delle informazioni ingannevoli, è l'asimmetria informativa. Si è usato un approccio cause-rimedi da cui è emersa la consapevolezza del regolatore della necessità di contrastare le informazioni ingannevoli sia da un punto di vista di scambio individuale, sia da un punto di vista sistemico.

Si è visto come lo strumento della *disclosure* obbligatoria rientri tra le possibili strategie di contrasto al *greenwashing*. Poiché l'intervento regolatorio si giustifica solo in quanto la situazione successiva all'intervento sia migliore rispetto a quella precedente, e quindi solo se in grado di risolvere le stesse asimmetrie informative, sarà compito del

¹⁶¹ V. D. ABATE-F. BONARDI, La nomenclatura dei fondi ESG tra forma e sostanza, in *Diritto Bancario online*, 24 novembre 2022 e degli stessi Autori, *L'informativa ESG nel caso di fondi comuni di investimento ex art. 8 del Reg. 2088/2019*, in *Diritto Bancario online*, 25 ottobre 2021.

¹⁶² Dal punto di vista dell'attività di *marketing* è bene osservare che recenti normative, sempre di matrice UE, e specialmente la direttiva 2019/1160/UE e il regolamento 2019/1156 contengono, tra le altre cose, indicazioni sul tema della sostenibilità.

seguito capitolo, dedicato alla disciplina degli obblighi normativi, verificare se l'apparato europolitano è idoneo a raggiungere tale scopo.

Occorrerà inoltre interrogarsi sulla natura dell'intervento regolatorio in quanto sebbene la Commissione europea abbia concepito il regolamento SFDR come strumento di *disclosure* obbligatoria, emergono profili che potrebbero condurre a qualificare quello in esame come un sistema di etichettatura, con la conseguenza che sarebbe assente la forma di controllo che, nelle etichette, è svolta da certificatori esterni e che mancherebbe una verificabilità del reale raggiungimento degli obiettivi sostenibili di investimento.

Capitolo II

Gli obblighi informativi nel regolamento SFDR

1. Introduzione

Il presente capitolo affronta il tema degli obblighi informativi in materia di sostenibilità imposti dal nuovo *corpus* normativo eurounitario.

Trattasi di “corpus normativo” in quanto il regolamento *Sustainable finance disclosure regulation* (di seguito “regolamento SFDR” o “regolamento *disclosure*”), che più direttamente disciplina gli obblighi informativi, per la sua operatività pratica implica l’integrazione con altre discipline. *In primis*, il Regolamento Tassonomia, che ne completa la definizione di investimento sostenibile; ma anche i regolamenti delegati MiFID, così come modificati, che completano il quadro della classificazione di prodotti sostenibili.

Scopo del capitolo è tratteggiare il suddetto quadro normativo delineandone gli aspetti centrali e soffermandosi su quelli più attinenti con il successivo profilo di *enforcement*.

2. Normative complementari al regolamento SFDR: Tassonomia e atti delegati MiFID II

Per poter meglio comprendere il regolamento SFDR, occorre guardare al quadro normativo unionale che funge da contesto. In particolare, considerare quelle normative che forniscono un complemento per la tematica in esame nel presente lavoro, ossia gli obblighi informativi in materia di finanza sostenibile e il loro inadempimento.

In particolare, occorre soffermarsi brevemente sul regolamento Tassonomia e sulle modifiche agli atti delegati collegati al corpus MiFID-IDD.

Il regolamento SFDR e la cd Taxonomy Regulation (Regolamento 2020/852) sono stati concepiti con l’obiettivo di creare un quadro armonizzato articolato su due livelli di regolazione.

La normativa di Livello 1 è composta dai regolamenti SFDR e Tassonomia, mentre la normativa di Livello 2 è formata dai *Regulatory Technical Standard* (RTS) e dai

*Technical Screening Criteria (TSC)*¹⁶³.

Il regolamento SFDR, approvato a fine 2019, ha iniziato a trovare applicazione dal marzo 2021. La normativa secondaria è costituita dagli RTS che dettagliano maggiormente la normativa primaria¹⁶⁴.

Il Regolamento Tassonomia è entrato in vigore a luglio 2020 per stabilire un sistema armonizzato di classificazione¹⁶⁵, fondamentale per garantire la trasparenza. I “TSC” stabiliscono invece le soglie per classificare i prodotti finanziari in conformità agli obiettivi ambientali.

“Sostenibilità”¹⁶⁶ è un termine vago, difficile da definire. La Tassonomia, allora, si pone nella scia di uno sforzo definitorio del legislatore unionale: si tratta di una classificazione comune delle attività economiche che contribuiscono in modo significativo agli obiettivi ambientali; si riferisce, dunque, al solo fattore *environmental*¹⁶⁷. Come si avrà modo di osservare a breve, invece, il regolamento SFDR comprende anche i fattori sociali e di *governance*.

Gli obiettivi ambientali definiti dalla Tassonomia sono: mitigazione dei cambiamenti climatici (art. 10); adattamento ai cambiamenti climatici (art. 11); uso sostenibile e alla protezione delle acque e delle risorse marine (art. 12); transizione verso un’economia circolare (art. 13); prevenzione e alla riduzione dell’inquinamento (art. 14); protezione e al ripristino della biodiversità e degli ecosistemi (art. 15).

L’articolo 3 del Regolamento Tassonomia considera sostenibile un’attività economica quando questa, simultaneamente: contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali; non arreca un danno significativo a nessuno degli stessi “tenuto conto del ciclo di vita dei prodotti e dei servizi forniti da un’attività

¹⁶³ Il potere di adottare atti delegati da parte della Commissione è stabilito dall’articolo 23 dello stesso regolamento Tassonomia.

¹⁶⁴ Regolamento delegato (UE) 2022/1288 della Commissione del 6 aprile 2022 che integra il regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio «non arrecare un danno significativo», che specificano il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità, nonché il contenuto e la presentazione delle informazioni relative alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche 25 luglio 2022, L 196/1.

¹⁶⁵ V. D. BUSCH-G. FERRARINI-A. VAN DEN HURK, *The European Commission’s Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, in *EUSFiL Research Working Paper Series*, 2020, 3, 8.

¹⁶⁶ V. G. ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «sostenibilità»*, in *Contr. Impr.*, 2021, 3, p. 721 ss.

¹⁶⁷ La tutela nei confronti di pratiche di *greenwashing* è altresì obiettivo dell’“EU Green Bond standard”.

economica, compresi gli elementi di prova provenienti dalle valutazioni esistenti del ciclo di vita” (art. 17); è svolta rispettando le garanzie minime di salvaguardia previste dalle linee guida dell'OCSE e delle Nazioni Unite sul rispetto dei diritti umani e dei diritti fondamentali nel lavoro; è conforme ai criteri di tecnici stabiliti dalla Commissione in Atti Delegati.

La Tassonomia stabilisce quindi, attraverso il principio del non arrecare alcun danno significativo (“Do No Significant Harm” o “DNSH”), che per aversi attività economica ecosostenibile, non solo è necessario contribuire attivamente ad un obiettivo ambientale, ma è anche indispensabile che la stessa attività non incida negativamente su altri obiettivi, (secondo la logica che, altrimenti, il “risultato positivo” sarebbe vanificato).

La Tassonomia include al suo interno solo le attività economiche, non le imprese. Di conseguenza, ciascuna impresa può svolgere alcune attività conformi e altre non conformi. Quindi mentre la tassonomia è uno strumento binario per le attività (che possono essere incluse o non esserlo), non lo è dal punto di vista delle imprese, che possono progressivamente adottare misure per aumentare la propria quota di attività allineate¹⁶⁸.

Nonostante l’indubbio vantaggio di creare un punto di riferimento condiviso, parte della dottrina osserva che il sistema di etichettatura ponga un onere eccessivo per le aziende e i partecipanti ai mercati finanziari che vogliono rispettarla¹⁶⁹. Altri ancora, nutrono il timore che possa non essere sufficiente, in quanto riferita solo ad un settore del mercato, perché non tutte le attività vi rientrano¹⁷⁰. Il dibattito si concentra quindi sul fatto di includere o meno certe attività tra quelle coperte, come il gas e l’energia nucleare, la reperibilità e la rendicontazione dei dati e l’estensione a tutti i fattori ESG e non solo a quello ambientale¹⁷¹. A questo proposito, il 4 marzo 2022 è stato pubblicato il Report

¹⁶⁸ Cfr. Commissione europea, *Commission staff working document impact ASSESSMENT REPORT Accompanying the document Commission Delegated Regulation (EU) .../... supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by establishing the technical screening criteria for determining the conditions under which an economic activity qualifies as contributing substantially to climate change mitigation or climate change adaptation and for determining whether that economic activity causes no significant harm to any of the other environmental objectives*, Bruxelles, 4 giugno 2021 SWD(2021) 152 final {C(2021) 2800 final} - {SEC(2021) 166 final} - {SWD(2021) 153 final}, p. 14.

¹⁶⁹ M. OCH, *Sustainable Finance and the EU Taxonomy Regulation – Hype or Hope?*, in *Jan Ronse Institute for Company & Financial Law Working Paper No. 2020/05*, novembre 2020.

¹⁷⁰ M. OCH, *Sustainable Finance and the EU Taxonomy Regulation – Hype or Hope?*, cit., p. 2.

¹⁷¹ M. OCH, *Sustainable Finance and the EU Taxonomy Regulation – Hype or Hope?*, cit., p. 2.

sulla Tassonomia sociale¹⁷² dalla Piattaforma sulla Finanza Sostenibile. Il Report è stato pubblicato con lo scopo di stabilire che cosa si intenda per investimento sociale e quali attività possano essere ritenute sostenibili dal punto di vista sociale. Il documento non è vincolante e tiene conto dei *feedback* arrivati alla bozza presentata nel luglio 2021 che ha ricevuto 268 commenti. All'interno di questi ultimi si è evidenziato come la Tassonomia sociale possa aiutare ad individuare le ricadute sociali degli investimenti anche se sono state mostrate perplessità circa il fatto che un ulteriore standard da rispettare possa appesantire il carico di adempimenti. La struttura della nuova Tassonomia dovrebbe ricalcare quella già esistente. Cambierebbe però la base di partenza: il riferimento ai principali documenti, dell'Unione europea e internazionali, in materia di sviluppo sostenibile e di diritti umani (il pilastro europeo dei diritti sociali e il relativo piano d'azione; la Carta sociale europea; la Carta dei diritti fondamentali dell'UE e la Convenzione europea dei diritti dell'uomo, principi guida delle Nazioni Unite in materia di imprese e diritti umani "UNGP", gli obiettivi di sviluppo sostenibile "SDGs" dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite). Obiettivi della Tassonomia sociale risultano essere: condizioni di lavoro dignitose, standard di benessere per gli utenti finali, comunità sostenibile.

Il secondo referente sono i regolamenti delegati che modificano il regolamento delegato MiFID II 2017/565 (livello II MiFID II) integrando la disciplina di settore, in particolare la MiFID II¹⁷³. In esito alle risultanze di una consultazione in materia¹⁷⁴, infatti, sono stati adottati alcuni emendamenti a sei Regolamenti delegati delle Direttive MiFID II, IDD, UCITS, AIFM e Solvency II. Queste modifiche condividono con il regolamento SFDR l'obiettivo di aumentare la trasparenza sulla sostenibilità nei servizi finanziari. Le modifiche al *framework* MiFID II e IDD plasmano nel senso della sostenibilità i requisiti organizzativi, la considerazione dei rischi, il controllo di

¹⁷² Piattaforma sulla finanza sostenibile, *Final Report on Social Taxonomy*, febbraio 2022, disponibile al link: <https://commission.europa.eu/system/files/2022-03/280222-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy.pdf>.

¹⁷³ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, OJ L 173, 12.6.2014.

¹⁷⁴ Commissione europea, Consultazione 8 aprile 2020 n. 8, paragrafi 8 e 21.

adeguatezza, la *Product oversight and governance* (POG), i conflitti d'interesse¹⁷⁵. Di seguito qualche breve cenno riepilogativo della nuova disciplina.

Per quanto riguarda la POG, i distributori dei prodotti possono avere un ruolo supplementare e ausiliare nel rendere effettiva la scelta *green* dell'investitore in diversi modi: comprendendo prodotti ESG nella gamma di prodotti offerti, chiedendo le preferenze della clientela, includendo i fattori ESG nella definizione del mercato di riferimento¹⁷⁶.

Le novità investono anche le attività di consulenza e di distribuzione assicurativa e in particolare il Regolamento delegato IDD viene modificato in modo da comprendere nelle politiche sui conflitti di interesse anche le preferenze di sostenibilità. La disciplina degli IBIPs, a causa della natura "ancipite" di prodotto assicurativo e finanziario¹⁷⁷ subisce modificazioni specifiche; anche qui i fattori ESG vengono posti in correlazione con la correlativa supervisione e *governance*¹⁷⁸.

¹⁷⁵ Le modifiche si applicano da ottobre 2022. Cfr. S. N. HOOGHIEMSTRA, *The ESG Disclosure Regulation – New Duties for Fund Managers & Distributors*, in *ACE Comptabilité, fiscalité, audit, droit des affaires au Luxembourg*, ACE 2020/7, p. 19. V. i regolamenti delegati che modificano il regolamento delegato MiFID II 2017/565 (livello II MiFID II) L 87/1 del 31 marzo 2017 e il regolamento delegato della Commissione 231/2013 (livello II AIFMD) che integra le considerazioni e le preferenze ESG nella consulenza agli investimenti e gestione di portafogli e che incorpora i rischi di sostenibilità.

¹⁷⁶ V. COLAERT, *Integrating Sustainable Finance into the MiFID II and IDD Investor Protection Frameworks*, novembre 2020, p. 3.

¹⁷⁷ Cfr. A. ALBANESE, *L'assicurazione sulla vita*, in *Diritto delle assicurazioni*, a cura di Franzoni, Bologna, 2016, p. 92 e ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Prodotti "misti" e norme sulla tutela del cliente*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014, 2437; M. SIRI, *I prodotti finanziari assicurativi*, Roma, 2013, p. 13 e ss.; G. VOLPE PUTZOLU, *Le polizze linked tra norme comunitarie, Tuf e codice civile*, in *Assicurazioni*, 2012, I, p. 399 e ss.; SANGIOVANNI, *Le polizze linked come prodotti finanziari e la forma scritta del contratto*, nota Giudice di Pace di Palermo, 25 gennaio 2012 in *Società*, 2012, p. 360; PIRAS, *Le polizze variabili nell'ordinamento italiano*, Milano, 2011, p. 17 e ss.; CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2009, 89 e ss.; G. VOLPE PUTZOLU, *Le polizze Unit linked e Index linked (ai confini dell'assicurazione sulla vita)*, in *Assicurazioni*, 2000, I, p. 233 e ss. V. anche M. FRIGESSI DI RATTALMA, *La qualificazione delle polizze linked nel diritto dell'Unione europea*, in *Assicurazioni*, 2013, p. 5, nota 4 e V. VALLEFUOCO, *Polizze vita, perché la Cassazione fa tremare le assicurazioni*, in www.ilsole24ore.com del 7 maggio 2018.

¹⁷⁸ Consulenza tecnica di EIOPA, EIOPA-BoS-19/172 del 30 aprile 2019. Cfr. F. CIVALE, *Procedure di governo e controllo sui prodotti bancari al dettaglio*, 24 gennaio 2019 in <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/controlli-interni-e-gestione-dei-rischi/procedure-di-governo-e-controllo-sui-prodotti-bancari>. V. ESMA, *Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes (JC –2013-77)* in <https://www.esma.europa.eu/document/joint-position-european-supervisory-authorities-manufacturers%E2%80%99-product-oversight-governance>. V. anche IVASS, *Lettera al mercato prot. 0163067 del 4 settembre 2017 ad oggetto: "Direttiva UE n. 2016/97 sulla distribuzione assicurativa e orientamenti preparatori EIOPA sui presidi in materia di governo e controllo del prodotto (POG) da parte delle imprese di assicurazione e dei distributori di prodotti assicurativi"* in https://www.ivass.it/normativa/nazionale/secondaria-ivass/lettere/2017/lm-04-09/Lettera_al_mercato_POG_4_settembre_2017.pdf. Cfr. F. MOCCI e J. FACCHINI, *Product governance: Le linee guida ESMA di definizione del target market*, 31/07/2017, in

Dovrebbero essere seguite procedure idonee ad includere la sostenibilità negli strumenti finanziari offerti ai clienti. Nella valutazione di adeguatezza le imprese che effettuano consulenza in materia di investimenti e gestione di portafoglio e i consulenti assicurativi devono, quindi, non solo trarre dal cliente informazioni circa le sue conoscenze ed esperienza di investimenti, capacità di sopportare le perdite e tolleranza al rischio, ma anche sulle sue preferenze di sostenibilità¹⁷⁹. Inoltre, il *report* di adeguatezza deve indicare in che modo la consulenza soddisfa tali preferenze¹⁸⁰.

Anche negli Orientamenti in materia di adeguatezza, pubblicati dall'ESMA il 23 settembre 2022, figura l'integrazione dei criteri di sostenibilità all'interno del processo di investimento. Si fa quindi riferimento a diversi doveri dell'intermediario, tra cui quelli di: «i) aiutare i clienti a comprendere il concetto di preferenze di sostenibilità e spiegare la differenza tra prodotti con e senza caratteristiche di sostenibilità in modo chiaro ed evitando un linguaggio tecnico; ii) raccogliere informazioni dai clienti sulle loro preferenze in relazione ai diversi tipi di prodotti di investimento sostenibili e sulla misura

<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/servizi-bancari-e-finanziari/product-governance-le-linee-guida-esma-di-definizione-del-target-market>, S. MORLINO, *La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2*, in <http://www.dirittobancario.it>, 2015, disponibile al link; <https://www.dirittobancario.it/art/la-product-governance-nel-nuovo-regime-mifid-2>; A. PERRONE, *Considerazioni in materia di product governance*, 30 settembre 2019, in <http://www.dirittobancario.it/editoriali/andrea-perrone/considerazioni-materia-di-product-governance>.

¹⁷⁹ Si veda Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo*, Bruxelles, 21.4.2021 COM(2021) 188 final, p. 12. Cfr. l'articolo 1 del nuovo regolamento delegato della Commissione che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento, C(2021) 2616, in modifica al Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva (*GUUE* L 87 del 31.3.2017, pag.1) e Regolamento delegato (UE) 2017/2359 della Commissione, del 21 settembre 2017, che integra la direttiva (UE) 2016/97 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli obblighi di informazione e le norme di comportamento applicabili alla distribuzione di prodotti di investimento assicurativi (*GUUE* L 341 del 20.12.2017, pag. 8).

¹⁸⁰ Si vedano Regolamento delegato (ue) 2021/1257 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica i regolamenti delegati (UE) 2017/2358 e (UE) 2017/2359 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità nei requisiti in materia di controllo e di governo del prodotto per le imprese di assicurazione e i distributori di prodotti assicurativi e nelle norme di comportamento e nella consulenza in materia di investimenti per i prodotti di investimento assicurativi L 277/2018, 2 agosto 2021 e la proposta di direttiva delegata, Direttiva delegata (UE) 2021/1269 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica la Direttiva delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di *governance* dei prodotti, L 277/137, 2 agosto 2021.

in cui desiderano investire in questi prodotti; iii) individuare tra i prodotti adeguati a conoscenze ed esperienze, situazione finanziaria e obiettivi del cliente quelli che soddisfano le preferenze in materia di sostenibilità¹⁸¹».

Si vedrà a breve *infra*, tuttavia, che sebbene le modifiche agli atti delegati siano state pensate per coordinarsi con il regolamento SFDR, non si riscontra una totale coincidenza delle categorie proposte.

3. Il ruolo della trasparenza e degli obblighi informativi nel settore dei servizi finanziari; prevenzione del fenomeno del *greenwashing* e tecniche di regolazione.

Posto che la disponibilità dell'informazione è presupposto necessario (per quanto non sempre sufficiente) per effettuare un investimento accurato, si comprende per quale ragione gli obblighi normativi in materia di sostenibilità¹⁸² abbiano tra i proprio obiettivi la riduzione delle asimmetrie informative che riguardino l'impatto dell'investimento su profili ambientali, sociali e di *governance*.

Per fronteggiare il fenomeno dello squilibrio conoscitivo nei mercati finanziari, il legislatore, come visto¹⁸³ può astrattamente adottare diverse tecniche di regolazione.

Tra queste, la *disclosure* (trad. italiana “divulgazione” o “informativa” o “trasparenza”) si basa sulla condivisione, da parte del soggetto che ne sia in possesso, di informazioni che possano essere rilevanti per la controparte, attuale o potenziale, che di quelle informazioni non disponga. Essa è ritenuta dal legislatore uno strumento “a basso costo¹⁸⁴” e meno invasivo rispetto ai sistemi legislativi fondati sull'imposizione di requisiti rigidi e sul controllo da parte di autorità a ciò deputate (i già accennati sistemi di c.d. *command&control*)¹⁸⁵. A livello sistemico tale tecnica contribuirebbe a preservare la stabilità dei mercati, arginando la volatilità, oltre che favorire scelte più informate. Con riguardo a quest'ultima affermazione, tuttavia, la letteratura economica ha messo in evidenza come i consumatori pongano in essere comportamenti subottimali dal punto di

¹⁸¹ Cfr. F. ADRIA, N. LINCiano, F. QUARANTA, P. SOCCORSO, *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza. Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani*, in *Consob - Discussion papers N. 11*, novembre 2022, pp. 10-11.

¹⁸² V. *supra*, Capitolo I.

¹⁸³ Cfr. Capitolo I, par. 4.

¹⁸⁴ A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. dir. bancario*, fascicolo III - anno 2022, sezione I, p. 515.

¹⁸⁵ A DAVOLA, *cit.*, p. 515. V. capitolo I par. 4.

vista della massimizzazione del proprio benessere (o, più ampiamente, delle proprie funzioni di utilità). Ciò può accadere, in particolare, allorché le decisioni di tali soggetti siano afflitte da cd “razionalità limitata”, per tale intendendosi quella condizione di razionalità affetta da limiti che precludono una decisione ottimale, o condizionata da *bias* cognitivi¹⁸⁶. Nonostante i limiti di questa tecnica regolatoria, dunque, sottolineata anche dai più recenti studi in tema di economia comportamentale¹⁸⁷, il legislatore eurounitario ha ritenuto di seguire la strada della *disclosure*¹⁸⁸ anche per l’informativa di sostenibilità.

Interrogandosi, dunque, sul ruolo dell’intervento normativo sugli obiettivi di sostenibilità¹⁸⁹ occorre prendere atto delle peculiarità che interessano il settore dei servizi finanziari.

Alcuni Autori hanno proposto un modello che suddivide le misure di trasparenza sulla base del tipo di informazione e un modello che distingue a seconda del livello della “catena di investimento” alla quale si riferiscono. Nel primo caso si distingue tra dati grezzi (“raw data”) ed etichette, nel secondo caso tra attività economica, emittente, portafoglio¹⁹⁰.

Secondo il primo modello tracciato dagli Autori, infatti, è possibile distinguere tra due diverse categorie di informazioni: i dati “grezzi” (*raw data*), ovvero le informazioni quantitative o qualitative non valutate e le informazioni che codificano una valutazione condotta sulla base di parametri (“etichette”). I “dati grezzi” sarebbero già di per sé idonei per valutare la compatibilità ecologica di un’attività economica, di un emittente o di un portafoglio se gli agenti del mercato fossero pienamente razionali. Dove per piena razionalità si intende anche l’accesso alle capacità di analisi in linea con le migliori conoscenze scientifiche in un dato momento storico. A questo proposito, tuttavia, come si è già avuto modo di osservare¹⁹¹, alcuni fallimenti del mercato possono falsare il

¹⁸⁶ V. *supra*, Cap. I, par. 2.

¹⁸⁷ V. *supra*, Cap. I, par. 2 e in partic. G. GIGERENZER, *The heuristics revolution: rethinking the role of uncertainty in finance*, in R. Viale-S. Mousavi-B. Alemanni-U. Filotto (a cura di), *The Behavioral Finance Revolution. A New Approach to Financial Policies and Regulations*, Cheltenham, 2018, p. 115 e ss.

¹⁸⁸ Considerando 8 del regolamento. Cfr. D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, 6 aprile 2021, *European Banking Institute Working Paper Series 2021* - n. 70 *passim*.

¹⁸⁹ T. H. TRÖGER-S. STEUER, *The Role of Disclosure in Green Finance* (August 10, 2021). *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 604/2021, SAFE Working Paper No. 320, LawFin Working Paper No. 24*.

¹⁹⁰ T. H. TRÖGER-S. STEUER, *The Role of Disclosure in Green Finance*, cit. p. 4 e ss.

¹⁹¹ Cfr. Capitolo I par. 4 e par. 9.

processo decisionale degli investitori rendendo utile una mediazione, quale quella fornita dai sistemi di etichettatura.

L'impatto "sostenibile" degli strumenti finanziari può essere apprezzato su più livelli: il livello più basso è quello di un'attività economica che può ricevere finanziamenti da un investitore. Il livello intermedio è rappresentato dal singolo emittente di uno strumento finanziario, come un'azione o un titolo di credito. Il livello più alto è quello di un portafoglio che combina strumenti finanziari di diversi emittenti¹⁹².

Lato azienda, nell'Unione europea, i primi tentativi per rendere cogente l'informativa sulla sostenibilità si sono avuti a partire dal 2014, con la "Non-Financial Reporting Directive" ("NFRD"), anche se tale passo si era rivelato insufficiente¹⁹³, in quanto non poneva alcuno specifico obbligo di rendicontazione quantitativa e l'ambito applicativo era limitato alle sole società con più di 500 dipendenti e ad alcuni altri "enti di interesse pubblico", come banche e assicurazioni¹⁹⁴.

È stata quindi pubblicata da parte della Commissione una proposta di revisione della NFRD¹⁹⁵, ossia la CSRD, la cui applicazione è prevista dal 1° gennaio 2023, che prevede un ambito applicativo più vasto (coinvolge le imprese con più di 250 dipendenti) e la logica della "doppia materialità" (*double materiality*): le aziende, da un lato, indicano come intendono mitigare gli effetti negativi delle loro operazioni sulla sostenibilità e, dall'altro, i principali rischi legati alle questioni di sostenibilità nei modelli di *business* adottati. Questa si pone sulla scia, rafforzandola, della "materialità singola" (*single materiality*), che valuta l'effetto di una condotta sull'ambiente esterno. La differenza con il concetto di doppia materialità risiede nel fatto che quest'ultima considera anche le conseguenze degli effetti provenienti dall'esterno. In sintesi, tra i due aspetti della doppia

¹⁹² T. H. TRÖGER-S. STEUER, *The Role of Disclosure in Green Finance*, cit., p. 7. Gli stessi Autori indicano che l'analisi potrebbe essere estesa anche agli altri fattori ESG non ambientali (nota 15). Anche il regolamento *disclosure*, come si vedrà a breve, suddivide un livello "entity" e un livello "product". Si rinvia al precedente Capitolo per l'analisi del diverso atteggiarsi del tema della sostenibilità nei rapporti di consumo rispetto a quelli finanziari.

¹⁹³ Sul principio della doppia materialità in ambito CSRD si veda P. FÖRSTER, *The Double Materiality Principle (Article 19a NFRD) as Proposed by the Corporate Sustainability Reporting Directive: An Effective Concept to Tackle Green Washing?*, in *European Yearbook of International Economic Law*. Berlino, Heidelberg.

¹⁹⁴ F. RIGANTI, *Disclosure non finanziaria e diritto delle società: aspetti di corporate governance e (possibili) ricadute in tema di interesse sociale*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2019, 2, p. 458 e ss. (commento alla normativa).

¹⁹⁵ Nota 60 di T. H. TRÖGER and S. STEUER, *The Role of Disclosure in Green Finance*, cit.

materialità, uno guarda a come i fattori non finanziari incidono sul valore della compagnia, l'altro all'impatto della compagnia sui fattori ESG.

La singola materialità corrisponde ad un approccio “outside in”, che considera l'investimento in sé e per sé, nella prospettiva, non nuova per la finanza, di maggiore ritorno economico. La prospettiva “inside out”, invece, considera l'impatto degli investimenti sui *target ESG*¹⁹⁶.

Anche il regolamento SFDR presuppone il concetto di materialità, prevedendo obblighi informativi a carico dei soggetti coinvolti che possono riguardare una prospettiva di singola o di doppia materialità.

In particolare, SFDR adotta una prospettiva *outside in* (che, isolatamente considerata, sarebbe di “singola materialità”) quando considera la sostenibilità come un obiettivo di investimento o stabilisce la divulgazione della promozione di caratteristiche ESG, in quanto, in questi casi, la sostenibilità è “un attributo” dell'investimento. Come è stato osservato, dunque, oltre agli «obblighi di trasparenza e *disclosure*, quindi, la portata realmente innovativa del regolamento consiste nell'emersione dell'impatto sociale/ambientale che può generare un prodotto finanziario che, da prerogativa di una nicchia di innovatori, si estende al mercato *mainstream*¹⁹⁷».

Il regolamento, tuttavia, raggiunge anche la “doppia materialità”, perché impone di considerare, in una prospettiva *inside out*, i principali effetti negativi sui fattori ambientali, sociali e di governance dell'investimento stesso e, ancora, i rischi associati alla sostenibilità (di cui a breve *infra*) a cui sono esposti gli investimenti¹⁹⁸.

¹⁹⁶ M. GARGANTINI-M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union*, ECMI Working Paper no 15, novembre 2022.

¹⁹⁷ L. BONI-I. BENGIO, *Sostenibilità: il regolamento Sfdi farà emergere l'impatto dei prodotti finanziari. Assieme alla lotta al greenwashing, le conseguenze sociali e ambientali degli strumenti di investimento sono gli elementi chiave delle norme Ue 2088/2019*, in *IlSole24ore online*, 11 marzo 2021, disponibile al link: <https://www.ilsole24ore.com/art/sostenibilita-regolamento-sfdi-fara-emergere-l-impatto-prodotti-finanziari-ADNxQSPB>.

¹⁹⁸ F. BICCIATO, *Disciplina esg e doppia materialità per la transizione*, in *Contributi forum per la finanza sostenibile*, editoriale disponibile al link <https://finanzasostenibile.it/area-stampa/disclosure-esg-e-doppia-materialita-per-la-transizione/>: «“doppia materialità” [...] comprende sia gli impatti prodotti dalle attività delle aziende sui fattori di sostenibilità, sia i rischi ambientali e sociali a cui sono esposte. Questo concetto, che ha fatto la sua comparsa nella normativa europea nel 2019 come evoluzione di quello di materialità, se correttamente e chiaramente applicato, è fonte di importanti opportunità nell'ambito del processo di transizione, in termini sia di valutazione, sia di trasparenza. Attraverso la richiesta alle società di rendere pubbliche le informazioni e i dati di impatto (e dunque, prima ancora, di considerare e misurare tali fattori nelle due dimensioni della doppia materialità), la Commissione Europea contribuisce ad accrescere la profondità di valutazione, allargando l'orizzonte della pianificazione strategica e dei conseguenti processi di implementazione nel medio-lungo termine».

4. Il Regolamento 2019/2088 (c.d. *Sustainable Finance Disclosure Regulation*): oggetto e punti chiave.

Il regolamento SFDR risponde all'esigenza di dettare norme in questo settore per contrastare la sussistenza di differenti approcci a livello nazionale, con conseguenti distorsioni della concorrenza e difficoltà nella comparazione, e possibili falsature nelle decisioni di investimento¹⁹⁹. La riduzione delle asimmetrie informative che si innestano nella dinamica *principal-agent*²⁰⁰ è un obiettivo dichiarato del regolamento, che persegue gli obiettivi del rafforzamento della protezione per gli investitori finali e del miglioramento dell'informativa a loro destinata²⁰¹, sempre con l'obiettivo ultimo dell'adozione di decisioni di investimento consapevoli²⁰².

L'articolo 1 esplicita l'oggetto del regolamento stesso, ovvero "la creazione di norme armonizzate per trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l'integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi e nella comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari".

A seguito della normativa in esame non è più possibile non avere una posizione sulla sostenibilità: l'informativa, infatti, è concepita anche in negativo, nel caso in cui l'intermediario scelga di non integrare i rischi di sostenibilità o i principali effetti negativi sulla sostenibilità.

La struttura del regolamento è composita. All'interno dei suoi 20 articoli, preceduti da 35 considerando, vengono poste le basi per l'informativa sostenibile. La struttura è, grossomodo, la seguente: dopo aver esplicitato l'oggetto (articolo 1) e alcuni punti cardine definitivi (di cui all'articolo 2 "Definizioni") il legislatore eurounitario entra nel cuore della normazione, proponendo, lo si evince dal combinato disposto degli articoli 3 e 6 SFDR, l'inclusione dell'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali di investimento, dove per rischi di investimento si intendono le eventualità future che, se verificatesi, possono causare un "attuale o potenziale impatto negativo sul valore

¹⁹⁹ Considerando 9 del Regolamento (UE) 2019/2088.

²⁰⁰ Considerando 10 del regolamento e cfr. S. SHAH, *The Principal - Agent Problem in Finance*, CFA Institute Research Foundation L2014-1, 1 marzo 2014.

²⁰¹ Considerando 35 del Regolamento (UE) 2019/2088.

²⁰² Considerando 19 del Regolamento (UE) 2019/2088.

dell'investimento”²⁰³ (la sopra vista prospettiva di “doppia materialità”). I successivi articoli stabiliscono obblighi informativi in un triplice canale (informativa precontrattuale, periodica, web) e vengono stabilite delle categorie di prodotti a seconda del livello di sostenibilità che perseguono (“singola materialità”), oltre ad alcuni raccordi con altre normative e disposizioni di entrata in vigore.

SFDR prevede poi una normativa di secondo livello, le norme tecniche di attuazione (“RTS”)²⁰⁴, che specificano alcuni punti chiave del regolamento, come gli impatti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità e gli indicatori per gli impatti ambientali e sociali, dettagliando maggiormente il principio del “do not significantly harm” previsto dal regolamento. Gli RTS contengono inoltre dei *templates* armonizzati per le informazioni precontrattuali e periodiche sui prodotti. Le misure sono in vigore dal gennaio 2023²⁰⁵.

5. Campo di applicazione soggettivo del regolamento SFDR.

Dal punto di vista soggettivo, invece, i destinatari del regolamento si dividono in «due distinte macro-categorie di operatori finanziari²⁰⁶», i partecipanti ai mercati finanziari (*financial market participants* o “FMPs”)²⁰⁷ e consulenti finanziari (*financial advisors* o

²⁰³ M. GARGANTINI E M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union*, cit.

²⁰⁴ Il rinvio si è reso necessario per facilitare un’agevole attuazione da parte di produttori, consulenti finanziari e autorità di vigilanza, come si evince dalla lettera della Commissione europea al Parlamento europeo e al Consiglio del 25 novembre 2021, cfr. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/com_letter_to_ep_and_council_sfdr_rts-j.berrigan.pdf.

²⁰⁵ La *timeline* SFDR è ulteriormente distinta a seconda che si tratti dell’*entity level* o del *product level*. Per ciò che concerne il livello *entity*: 10 marzo 2021 considerazione PAI e *disclosure* su rischi di sostenibilità; 30 giugno 2021 ultima data in cui iniziare a considerare i PAI per le imprese di grandi dimensioni; 31 dicembre 2021 termine del primo periodo di valutazione; 31 dicembre 2022 termine del secondo periodo di valutazione; 30 giugno 2023 relazione sulla valutazione dei PAI riguardanti il primo *reference period*; 31 dicembre 2023 fine del terzo periodo di valutazione; 30 giugno 2024 relazione sulla valutazione dei PAI relativi al secondo *reference period* incluso il comparativo anno su anno.

Per quanto riguarda il *product level*: 10 marzo 2021 integrazione informativa pre-contrattuale dei prodotti/consulenza: integrazione dei *sustainability risks*; impatti dei rischi di sostenibilità sui prodotti/consulenza; caratteristiche/obiettivi dei prodotti; informazioni sugli indici designati; 1° gennaio 2022 aggiornamento informativa precontrattuale conformemente agli RTS e inizio della reportistica periodica sui prodotti ai sensi degli articoli 8 e 9 SFDR. Informative aggiuntive richieste dal Regolamento Tassonomia in relazione agli obiettivi climatici; 1° gennaio 2023 informativa sui PAI a livello di prodotto e informazioni aggiuntive chieste dal Regolamento Tassonomia in relazione ai restanti obiettivi ambientali.

²⁰⁶ M. MARUCCI, *Finanza sostenibile e Tassonomia europea. Una spinta verso l’economia verde*, INAPP PAPER n. 35-2022, p. 21.

²⁰⁷ Cfr. nt. 11 e 12 in D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, cit.

“FAs”). Da questa visuale, il regolamento si presenta quindi come fortemente innovativo, in quanto ha posto sotto la stessa disciplina una platea molto eterogenea di destinatari.

Nella prima categoria rientrano «gli operatori che prestano servizi che implicano l’assunzione di decisioni d’investimento, definiti operatori finanziari²⁰⁸», ovvero: un’impresa di assicurazione che rende disponibile un prodotto di investimento assicurativo (IBIP) ossia un prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato; un’impresa di investimento che fornisce servizi di gestione del portafoglio; un ente pensionistico aziendale o professionale (EPAP); un creatore di un prodotto pensionistico; un gestore di fondi di investimento alternativi (GEFIA); un fornitore di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP); un gestore di un fondo per il *venture capital* qualificato registrato conformemente all’articolo 14 del regolamento (UE) n. 345/2013; un gestore di un fondo qualificato per l’imprenditoria sociale registrato conformemente all’articolo 15 del regolamento (UE) n. 346/2013; una società di gestione di un organismo d’investimento collettivo in valori mobiliari (società di gestione di OICVM); un ente creditizio che fornisce servizi di gestione del portafoglio.

Nella seconda categoria rientrano «gli operatori che prestano raccomandazioni d’investimento definiti consulenti finanziari», ossia: un intermediario assicurativo che fornisce consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP; un’impresa di assicurazione che fornisce consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP; un ente creditizio che fornisce consulenza in materia di investimenti; un’impresa di investimento che fornisce consulenza in materia di investimenti; un gestore di fondi di investimento alternativi (GEFIA) che fornisce consulenza in materia di investimenti conformemente all’articolo 6, paragrafo 4, lettera b), punto i), della direttiva 2011/61/UE; una società di gestione di OICVM che fornisce consulenza in materia di investimenti conformemente all’articolo 6, paragrafo 3, lettera b), punto i), della direttiva 2009/65/CE che prestino tale servizio²⁰⁹.

²⁰⁸ M. MARUCCI, *Finanza sostenibile e Tassonomia europea. Una spinta verso l’economia verde*, INAPP PAPER n. 35-2022, p. 21.

²⁰⁹ G. AMATO, N. PIEROTTI e R. BENVENUTO, *Regolamento SFRD e norme tecniche di attuazione: la “sfida” delle sustainability disclosures*, in *Dirittobancario.it*, 15 marzo 2021. Come viene precisato nel considerando n. 7 del Regolamento SFDR, se un soggetto svolge contemporaneamente attività di *financial market participant* e *financial advisor*, dovrà essere considerato alla stregua di un partecipante al mercato

Questi soggetti possono trovarsi, a seconda del caso, a ricoprire la qualifica di partecipante al mercato finanziario o di consulente finanziario. Lo si deduce da una lettura incrociata tra l'elenco dei soggetti del regolamento, che talvolta si ritrovano sia nell'elenco dei "partecipanti", sia in quello dei "consulenti". Ad esempio, le imprese di assicurazione sono un "partecipante", ai fini della normativa, se rendono disponibile un IBIP, ossia un prodotto di investimento assicurativo, mentre sono un "consulente" se forniscono consulenza su quel determinato prodotto. Anche le imprese di investimento e le banche se forniscono il servizio di gestione di portafoglio sono partecipanti, ma possono anche essere consulenti (qualora forniscano consulenza in materia di investimenti ESG). Lo stesso i GEFIA e le società di gestione del risparmio.

Gli intermediari assicurativi, invece, non potranno rivestire la qualifica di "partecipante" ma solo quella di consulente, viceversa gli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP) e creatori di prodotti pensionistici e i fornitori di prodotti pensionistici individuali paneuropei (PEPP) possono essere solo partecipanti.

La *ratio* in questa suddivisione si può individuare nel fatto che mentre i partecipanti al mercato confezionano gli stessi prodotti sostenibili, i consulenti si limitano ad effettuare «la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari²¹⁰».

L'articolo 17 SFDR prevede delle deroghe all'applicazione, stabilendo che esso non si applichi "agli intermediari assicurativi che forniscono consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP né alle imprese di investimento che forniscono consulenza in materia di investimenti e che sono imprese a tutti gli effetti, a prescindere dalla loro forma giuridica, comprese le persone fisiche o i lavoratori autonomi, a condizione che occupino meno di tre persone."

finanziario se agisce quale realizzatore di prodotti finanziari (compresa la gestione di portafogli), mentre gli dovranno essere applicate le norme che riguardano i consulenti finanziari se fornisca consulenza in materia di investimenti o di assicurazioni.

²¹⁰ Ai sensi del combinato disposto dell'art. 4, par. 1, n. 4), Direttiva 2014/65/UE ("MiFID II") e dell'art. 1, comma 5-septies, T.U.F., così in M. CISOLLA, *Il servizio di consulenza in materia di investimenti*, approfondimento diritto bancario, maggio 2020.

Si rinvia al prosieguo del lavoro per quanto attiene al diverso atteggiarsi dei profili di responsabilità dei singoli soggetti destinatari di obblighi imposti dal regolamento in esame²¹¹.

6. Le definizioni rilevanti per il regolamento SFDR. Il raccordo con la Tassonomia.

Il regolamento SFDR implica la definizione del concetto di sostenibilità e per il suo funzionamento presuppone che sia chiarito che cosa si intenda per sostenibile. Questa parte è quella più direttamente chiamata a dialogare con il regolamento tassonomia²¹² perché, come visto, quest'ultima chiarisce quando un'attività economica contribuisce ad uno o più obiettivi di sostenibilità²¹³ oppure, al contrario, arreca significativi danni agli stessi.

La definizione di “rischio di sostenibilità” si riferisce ad un “evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore dell'investimento²¹⁴”. Ogni rischio può impattare sull'emittente, a vario titolo: incidere sulla crescita di capitale, sulla sua reputazione, sulla sua operatività. A seconda del prodotto e delle tecniche di gestione i rischi possono avere un rilievo e una gravità differenti. Può trattarsi sia di rischi fisici, attinenti al profilo *environmental*, per l'impatto di eventi climatici rilevanti, sia di transizione, relazionandosi in questo caso con la capacità di adeguarsi al cambiamento climatico. I rischi possono essere anche sociali, ad esempio relativi alla disuguaglianza e ai diritti dei lavoratori, o di *governance*, ad esempio la corruzione. La loro valutazione richiede un giudizio soggettivo che può rivelarsi corretto oppure erroneo. Si tratta di una delle variabili che incidono sulla «valutazione delle redditività e delle *performance* di un prodotto di investimento [...] al pari degli altri rischi finanziari di un investimento²¹⁵».

²¹¹ Cfr. *infra*, Cap. V.

²¹² Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

²¹³ Cfr. D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, cit., paragrafo 8.

²¹⁴ Considerando 14 e art. 2 del Regolamento (UE) 2019/2088.

²¹⁵ D. VARANI-D.LUNETTA-D. DIMARTINO, *Regolamentazione ESG: stato dell'arte e prospettive future*, in *Diritto bancario*, p. 10-11, disponibile al link>: <https://www.dirittobancario.it/art/regolamentazione-esg-stato-dellarte-e-prospettive-future/>.

Altre definizioni rilevanti sono quella di fattori di sostenibilità, ovvero le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva²¹⁶ e quella di «principali effetti negativi» (o “PAI”) con cui si dovrebbero intendere gli effetti delle decisioni di investimento e delle consulenze in materia di investimenti che determinano incidenze negative sui fattori di sostenibilità²¹⁷.

Di fondamentale importanza è a monte la definizione di «investimento sostenibile»²¹⁸, nozione introdotta dal regolamento SFDR, ossia ai sensi dell’articolo 2, numero 17 del regolamento, «investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l’impiego di energia, l’impiego di energie rinnovabili, l’utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l’uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l’impatto sulla biodiversità e l’economia circolare o un investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l’integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona *governance*, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali²¹⁹».

Come si è già osservato, la scelta adottata dal legislatore eurounitario nel Regolamento SFDR è dunque quella di comprendere tutti e tre gli ambiti ESG, diversamente, per esempio, da quanto previsto nel regolamento Tassonomia, di applicazione più circoscritta.

²¹⁶ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, OJ L 198, 22.6.2020.

²¹⁷ Considerando 20 del Regolamento (UE) 2019/2088 .

²¹⁸ Forum per la finanza sostenibile, *Gli investimenti sostenibili in Italia. Tendenze e prospettive di mercato*, 2021 p. 6. Disponibile al link <https://finanzasostenibile.it/attivita/panoramica-investimenti-sostenibili-italia/>.

²¹⁹ Articolo 2 SFDR n. 17.

A riguardo si pone un aspetto problematico di raccordo tra il concetto di danno significativo agli obiettivi di sostenibilità usato dal regolamento Tassonomia («significant harm to environmental objectives») e quello di «non danneggiare in modo significativo» espresso dal regolamento SFDR. La dottrina ha avuto modo di evidenziare sin dai primi commenti²²⁰ un disallineamento emerso nel documento di consultazione congiunta²²¹ delle autorità di vigilanza europee, poiché l'art 2 par. 17 SFDR racchiude al suo interno aspetti ambientali ma anche sociali, differentemente dal regolamento Tassonomia che include solo quelli ambientali²²². Le ESAs²²³, infatti, nel citato documento constatavano che la definizione di “investimenti sostenibili” di cui all'SFDR fosse più ampia di quella prevista dalla Tassonomia poiché comprensiva non solo gli obiettivi "ecosostenibili" ai sensi degli articoli 5 e 6 del Regolamento Tassonomia, ma anche di obiettivi di carattere "sociale", non inclusi nella TR e di altri obiettivi di carattere ambientale non trattati dalla TR.

Per questa ragione, il Regolamento Tassonomia include alcune modifiche al Regolamento SFDR con il fine di creare un collegamento tra definizioni e obiettivi ambientali previsti dal Regolamento Tassonomia e gli obblighi di *disclosure* previsti dagli articoli 8 e 9 del Regolamento SFDR²²⁴.

Altre definizioni utili, che tuttavia si trovano negli RTS (e non all'interno di SFDR) sono quelle di indici di riferimento e *benchmark* di riferimento, entrambi strumenti utilizzati per valutare e confrontare la *performance* sostenibile di un'azienda o di un portafoglio di investimenti.

²²⁰ D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, cit., par. 8.2.

²²¹ Joint Consultation Paper, *ESG Disclosures, Draft regulatory technical standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a, Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088*, JC 2020 16.

²²² D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, cit., par. 8.

²²³ Background Analysis del Joint Consultation Paper, *Taxonomy-related sustainability disclosures*. Il Paragrafo 39 della Background Analysis delle ESAs recita: "The disclosures described above would be broadly applicable to Article 9 products. However, the existing SFDR RTS disclosures would continue to apply to Article 9 products pursuing social objectives, as the Taxonomy does not yet cover those objectives, and to Article 9 products pursuing environmental objectives that are not covered by the EU taxonomy. This is because according to Recital 19 TR, Article 9 products pursuing environmental objectives can have investments in economic activities that contribute to an environmental objective as defined under 2(17) SFDR referring to non-taxonomy compliant activities (as indicated by the words "among others" in that Recital)».

²²⁴ Cfr. Commissione europea, *Comunicazione della commissione sull'interpretazione di talune disposizioni giuridiche dell'atto delegato relativo all'informativa a norma dell'articolo 8 del regolamento sulla tassonomia dell'UE per quanto riguarda la comunicazione di attività economiche e attivi ammissibili*, 2022/C 385/01.

Un indice di riferimento di sostenibilità è un insieme di titoli azionari o obbligazionari che rappresentano un mercato o un settore specifico, atti a misurare se il prodotto finanziario rispetti le caratteristiche ambientali o sociali che promuove informazioni su come comunque vengono rispettate le caratteristiche di sostenibilità dei prodotti finanziari.

Gli indici di riferimento di sostenibilità, noti anche come indici ESG, includono solo le società che soddisfano determinati criteri di sostenibilità. Ad esempio, un indice di riferimento di sostenibilità per le energie rinnovabili potrebbe includere solo le società che producono energia da fonti rinnovabili.

I *benchmark* di sostenibilità, d'altra parte, sono utilizzati per confrontare la *performance* sostenibile di un portafoglio di investimenti con un gruppo selezionato di società o con un indice di riferimento. Ad esempio, un investitore potrebbe utilizzare un *benchmark* di sostenibilità per valutare se il proprio portafoglio di azioni è più sostenibile di un indice di riferimento di mercato generale.

7. Un doppio livello di informativa: *entity level*...

Il sistema di informativa SFDR si articola su un doppio livello: il primo riguarda l'impresa (c.d. *entity level*), riguardante l'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali d'investimento, nell'attività di consulenza e nelle politiche di remunerazione e la considerazione degli effetti negativi di sostenibilità nei processi interni, le ricadute sui fattori di sostenibilità, seguendo la logica del *comply or explain*²²⁵; il secondo prevede l'obbligo di fornire informazioni riguardanti la sostenibilità a livello di prodotto (c.d. *product level*).

Come si è visto nell'ambito della definizione generale del *greenwashing* finanziario fornita dalle autorità di vigilanza²²⁶, con l'informativa *entity level*, viene chiesto di considerare in generale e in modo complessivo il proprio "atteggiamento" – e di esplicitare quale sia – sia sul fronte dei rischi sia sul fronte degli effetti negativi sulla

²²⁵ G. AMATO, N. PIEROTTI e R. BENVENUTO, *Regolamento SFRD e norme tecniche di attuazione: la "sfida" delle sustainability disclosures*, in *Dirittobancario.it*, 15 marzo 2021.

²²⁶ V. *supra*, capitolo I.

sostenibilità. Con l’informativa *product level*, si considera il rischio di sostenibilità o l’effetto negativo della singola decisione di investimento o consulenza.

Le affermazioni sulla sostenibilità a livello *entity* possono avvenire su sito web, mentre quelle a livello *product*, come già osservato, in un triplice canale (informativa web, precontrattuale, periodica).

A livello *entity*, viene richiesto di riconoscere i PAI, porre in essere azioni volte a mitigarli, svolgere una relativa rendicontazione al mercato. In particolare, l’art. 4 SFDR richiede che i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari pubblichino sul sito web delle informazioni sul modo di porsi rispetto agli effetti negativi rilevanti o che potrebbero essere rilevanti sui fattori di sostenibilità che sono causati, aggravati o direttamente collegati alle decisioni di investimento e alla consulenza effettuata dall’operatore (pratiche di *due diligence*).

In base all’approccio “comply or explain” i partecipanti ai mercati finanziari, diversi da quelli di cui all’art. 4 par. 2 e 3, che decidono di non prendere in considerazione i PAI, devono però indicare espressamente le ragioni della scelta. A partire dal 30 giugno 2021 le organizzazioni di grandi dimensioni (*large entities* con più di 500 dipendenti) non possono più avvalersi della possibilità di spiegare perché non seguono la e sono quindi tenute a rendere noti i dati sui PAI. Di seguito, anche tutte le altre imprese sono obbligate al “comply”.

Negli RTS sono presenti indicazioni utili a individuare contenuto, metodologia di selezione e presentazione dei PAI. All’articolo 5 viene prevista una sezione di sintesi, contenuta nella tabella 1 dell’allegato I, in cui i partecipanti ai mercati finanziari inseriscono le informazioni inerenti «a) il nome del partecipante ai mercati finanziari cui si riferisce la dichiarazione relativa agli effetti negativi sulla sostenibilità; b) la considerazione dei principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità; c) il periodo di riferimento della dichiarazione; d) una sintesi dei principali effetti negativi». In particolare, viene proposto un indicatore degli effetti negativi sulla sostenibilità, la metrica, l’effetto ottenuto in un arco temporale, le azioni programmate e gli obiettivi fissati per periodo di riferimento.

8. ... e *product level*. L'informativa web, precontrattuale e periodica

Anche l'informativa precontrattuale dei prodotti finanziari contiene informazioni su come sono considerati i rischi di sostenibilità nelle decisioni d'investimento oltre che (anche qui seguendo la logica del *comply or explain*) sull'impatto che questi rischi potrebbero avere sui rendimenti. A far data dal 30 dicembre 2022 devono essere previste informazioni sugli impatti negativi anche delle politiche di investimento sui fattori di sostenibilità. Inoltre, dal 1° gennaio 2022 i fondi di cui agli articoli 8 e 9 SFDR sono soggetti a ulteriori requisiti di informativa per il raccordo con il regolamento Tassonomia.

Volgendo lo sguardo alla trasparenza a livello di prodotto finanziario (cd. *product level*), si prevede che i partecipanti ai mercati finanziari includano una spiegazione chiara e motivata sugli effetti negativi per la sostenibilità a livello di prodotto o sul perché non sono presi in considerazione tali effetti negativi (articolo 7 SFDR). A tal proposito, per tutti i prodotti finanziari occorre spiegare in modo chiaro i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità e pubblicarli nel relativo sito *web* ma sono formulate disposizioni diverse in base ai «diversi livelli di ambizione²²⁷» con cui sono stati concepiti i prodotti sostenibili.

Il regolamento sulla *disclosure* incide sugli obblighi attinenti a tre tipi di informativa: precontrattuale, periodica e via web. Questi tre tipi di informativa attengono a tre fasi differenti del rapporto tra il soggetto tenuto all'informativa e l'investitore.

L'informativa web si colloca a monte del rapporto e riguarda la promozione dello strumento finanziario sul sito istituzionale.

La trasparenza passa infatti in primo luogo attraverso la fonte informativa rappresentata dal sito *web* in cui devono essere contenute informazioni chiare, concise e comprensibili, in una sezione ben visibile e facilmente accessibile.

Nello specifico, per ciascuno dei prodotti *light green* e *dark green* (di cui all'articolo 8, paragrafo 1, e all'articolo 9, paragrafi 1, 2 e 3), i partecipanti ai mercati finanziari pubblicano e mantengono sui propri siti web la descrizione delle caratteristiche ambientali o sociali o dell'obiettivo di investimento sostenibile e le metodologie utilizzate per valutare, misurare e monitorare le caratteristiche ambientali o sociali o l'impatto degli

²²⁷ Considerando 21 del Regolamento.

investimenti sostenibili selezionati per il prodotto finanziario, compresi le fonti utilizzate per acquisire i dati, i criteri per vagliare le attività sottostanti e gli indicatori di sostenibilità utilizzati per misurare le caratteristiche ambientali o sociali o l'impatto sostenibile complessivo del prodotto finanziario.

L'informativa precontrattuale svolge un ruolo fondamentale nella determinazione delle scelte degli investitori e consiste nella consegna di documentazione, in questo caso opportunamente integrata rispetto agli obblighi di carattere più generale previsti dalla disciplina della MiFID II, ove applicabile.

L'informativa precontrattuale assicura: la trasparenza dell'integrazione dei rischi di sostenibilità a livello di prodotto finanziario (Art. 6 SFDR); la trasparenza degli effetti negativi per la sostenibilità a livello di prodotto finanziario (Art. 7 SFDR); la trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali a livello di prodotto finanziario (Art. 8 SFDR); la trasparenza degli investimenti sostenibili a livello di prodotto finanziario (Art. 9 SFDR).

È importante che le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, siano accompagnate da altre informazioni che indichino in che modo, se il prodotto persegue un obiettivo di investimento, l'indice designato è in linea con detto obiettivo e da una spiegazione che indichi perché e in che modo l'indice designato differisce da un indice generale di mercato.

Se non è stato designato alcun indice di riferimento, le informazioni includono la spiegazione del modo in cui è raggiunto tale obiettivo. Se il prodotto finanziario in questione ha come obiettivo la riduzione delle emissioni di carbonio è incluso l'obiettivo di un'esposizione a basse emissioni in vista del conseguimento degli obiettivi di lungo periodo previsti dall'accordo di Parigi in contrasto al riscaldamento globale. Qualora non sia disponibile un indice di tale natura, le informazioni di cui all'articolo 6 includono una spiegazione dettagliata del modo in cui si assicura lo sforzo costante per il raggiungimento dei medesimi obiettivi²²⁸.

Con il termine *benchmark* si intende “la *performance* media di un gruppo di asset, essi possono essere l'insieme di fondi simili a quello in cui si investe o l'insieme più ampio

²²⁸ Articolo 9 del Regolamento.

di titoli dal quale il proprio fondo sceglie gli investimenti. [Essi] possono essere utilizzati come misura della *performance*, per definire un universo di investimento, per creare strumenti finanziari o come strumento di incentivazione”. A seguito della modifica della precedente normativa, il legislatore eurounitario ha voluto da un lato migliorare la divulgazione in tema di impatto ambientale degli investimenti, dall’altro fornire uno standard che supportasse la transizione climatica. Un *benchmark* climatico integra criteri finanziari con obiettivi climatici, come la riduzione delle emissioni di gas serra e di carbonio selezionando e ponderando i componenti, basandosi su dati scientifici raccolti dall’*International Panel on Climate Change*. Vi sono due tipi di *benchmark* climatici: i “EU Climate Transition Benchmark” e i “EU Paris-aligned Benchmarks”. I primi sono caratterizzati da una maggiore, i secondi da requisiti minimi più rigorosi e sono allineati all’Accordo di Parigi.

Quanto invece all’informativa periodica, questa si sostanzia in una serie di adempimenti con scansioni temporali specifiche ai sensi di legge e dei regolamenti.

Nelle relazioni periodiche, che consentono di dare informazioni sul progressivo andamento dell’impresa, vengono fornite diverse informazioni a seconda del tipo di prodotto finanziario offerto, a ciascun partecipante al mercato nel canale più appropriato²²⁹.

²²⁹ Articolo 11 del Regolamento. Così recitano i paragrafi 2 e 3 dell’articolo 11 del regolamento: « a) per i GEFIA nella relazione annuale di cui all’articolo 22 della direttiva 2011/61/UE; b) per le imprese di assicurazione, ogni anno per iscritto in conformità dell’articolo 185, paragrafo 6, della direttiva 2009/138/CE; c) per gli EPAP, nella relazione annuale di cui all’articolo 29 della direttiva (UE) 2016/2341; d) per i gestori di fondi per il venture capital qualificati, nella relazione annuale di cui all’articolo 12 del regolamento (UE) n. 345/2013; e) per i gestori di fondi qualificati per l’imprenditoria sociale, nella relazione annuale di cui all’articolo 13 del regolamento (UE) n. 346/2013; f) per i creatori di prodotti pensionistici, per iscritto nella relazione annuale o in una relazione presentata in conformità del diritto nazionale; g) per le società di gestione degli OICVM, nella relazione annuale di cui all’articolo 69 della direttiva 2009/65/CE; h) per le imprese di investimento che forniscono servizi di gestione del portafoglio, in una relazione periodica di cui all’articolo 25, paragrafo 6, della direttiva 2014/65/UE; i) per gli enti creditizi che forniscono servizi di gestione del portafoglio, in una relazione periodica di cui all’articolo 25, paragrafo 6, della direttiva 2014/65/UE; j) per i fornitori di PEPP, nel prospetto delle prestazioni del PEPP di cui all’articolo 36 del regolamento (UE) 2019/1238. 3. Ai fini del paragrafo 1 del presente articolo, i partecipanti ai mercati finanziari possono utilizzare le informazioni contenute nelle relazioni sulla gestione di cui all’articolo 19 della direttiva 2013/34/UE o le informazioni contenute nelle dichiarazioni di carattere non finanziario di cui all’articolo 19 bis della predetta direttiva, se del caso».

Anche i *report* di sostenibilità, come tutte le altre informative, dovrebbero essere coerenti e comparabili come mostrato da diversi studi in materia²³⁰.

Le informazioni sono differenti a seconda che il prodotto prenda in considerazione le caratteristiche ambientali o sociali (art. 8 SFDR) o promuova investimenti sostenibili (art. 9 SFDR)²³¹.

L'informativa periodica riguarda esclusivamente il *product level*, prevedendo la trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli investimenti sostenibili a livello di prodotto, ai sensi dell'articolo 11 SFDR.

Anche in questo caso le norme tecniche di attuazione dettagliano maggiormente gli obblighi qui accennati, tenendo conto dei tipi dei prodotti finanziari e delle differenze che sussistono tra di essi.

Le informative sono presentate tramite i *templates* contenuti negli RTS, considerando il tipo di prodotto, le caratteristiche di questo e le differenze tra le classi di prodotto²³².

9. Classificazione dei prodotti: “non ESG” (art. 6), “light green” (art. 8), “dark green” (art. 9)

Una delle novità più rilevanti portata dal Regolamento SFDR riguarda la classificazione dei prodotti. Si possono delineare tre categorie, che corrispondono a tre differenti strategie di sostenibilità associate ad un articolo del regolamento.

La prima categoria è quella che si evince dall'articolo 6, che include i prodotti che «non integrano le valutazioni ESG oppure che spiegano perché il rischio di sostenibilità non sia rilevante nella gestione del loro prodotto²³³». Questi strumenti non possono utilizzare i termini “ESG” o “sostenibilità”, né possono essere promossi come sostenibili. I prodotti cd art. 6 non hanno un *focus* sulla sostenibilità, ma i partecipanti ai mercati

²³⁰ B. RICHARDSON, *Keeping Ethical Investment Ethical: Regulatory Issues for Investing for Sustainability* in *Journal of Business Ethics*. Vol. 87 (4), 2009, pp. 555-572; B. CANDELON-J.B. HASSE-Q. LAJAUNIE, *ESG-Washing in the Mutual Funds Industry? From Information Asymmetry to Regulation. Risks*, Vol. 9 (11), 2021, p. 199 e ss; A. LASHITEW, *Corporate uptake of the Sustainable Development Goals: Mere greenwashing or an advent of institutional change?*, in *Journal of International Business Policy*, Vol. 4 (1), 2021, pp. 184-200.

²³¹ Articolo 11 del Regolamento.

²³² A. DAVOLA, *op. ult. cit.*, p. 524.

²³³ A. MILUCCIO, *Posizionamento delle imprese e scelte di investimento: quale ruolo per la sostenibilità?*, in *Speciali Ipsos Sostenibilità delle imprese: come adottare l'ESG* cit., p. 39 .

finanziari e i consulenti finanziari, devono comunque includere nell'informativa precontrattuale la descrizione sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nelle decisioni di investimento e i risultati della valutazione dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari che rendono disponibili²³⁴. È lasciata l'opzione di non ritenere rilevanti i rischi di sostenibilità, ma anche in questo caso la dichiarazione nell'informativa precontrattuale deve fornire un'informativa chiara e concisa a riguardo²³⁵.

La seconda categoria è propria dei prodotti con «strategie che promuovono le caratteristiche ESG come, ad esempio, quelle sociali e/o ambientali, senza l'obbligo di includere investimenti sostenibili come obiettivo principale²³⁶» ed è associata all'articolo 8, che prevede la trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali nell'informativa precontrattuale. La prassi ha ricavato una corrispondente categoria di prodotti, i c.d. "light green products". Si tratta di prodotti finanziari che hanno la peculiarità di promuovere, tra le altre, caratteristiche ambientali o sociali, o una

²³⁴ In generale, il sistema delineato da SFDR è integrato dal regolamento Tassonomia, in quanto i criteri per classificare un prodotto come *light* o *dark green* sono disciplinati da quest'ultimo. La tassonomia dell'Unione europea ha la particolarità di operare anche a livello di portafoglio, per cui le categorie *light green* e *dark green* si pongono come etichetta aggiuntiva.

²³⁵ Come indicato dal paragrafo 3 articolo 6 del regolamento: «Le informazioni di cui ai paragrafi 1 e 2 del presente articolo sono comunicate nel modo seguente: a) per i GEFIA, nelle informazioni agli investitori di cui all'articolo 23, paragrafo 1, della direttiva 2011/61/UE; b) per le imprese di assicurazione, nella comunicazione delle informazioni di cui all'articolo 185, paragrafo 2, della direttiva 2009/138/CE o, ove opportuno, conformemente all'articolo 29, paragrafo 1, della direttiva (UE) 2016/97; c) per gli EPAP, nelle informazioni da fornire di cui all'articolo 41 della direttiva (UE) 2016/2341; d) per i gestori di fondi per il venture capital qualificati, nella comunicazione delle informazioni di cui all'articolo 13, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 345/2013; e) per i gestori di fondi qualificati per l'imprenditoria sociale, nella comunicazione delle informazioni di cui all'articolo 14, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 346/2013; f) per i creatori di prodotti pensionistici, per iscritto in tempo utile prima che un investitore al dettaglio sia vincolato da un contratto relativo a un prodotto pensionistico; g) per le società di gestione degli OICVM, nel prospetto di cui all'articolo 69 della direttiva 2009/65/CE; h) per le imprese di investimento che forniscono servizi di gestione del portafoglio o consulenza in materia di investimenti, conformemente all'articolo 24, paragrafo 4, della direttiva 2014/65/UE; i) per gli enti creditizi che forniscono servizi di gestione del portafoglio o consulenza in materia di investimenti, conformemente all'articolo 24, paragrafo 4, della direttiva 2014/65/UE; j) per gli intermediari assicurativi e le imprese di assicurazione che forniscono consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP e per gli intermediari assicurativi che forniscono consulenza in materia di assicurazioni riguardo ai prodotti pensionistici esposti alle fluttuazioni del mercato, conformemente all'articolo 29, paragrafo 1, della direttiva (UE) 2016/97; k) per i GEFIA che gestiscono ELTIF, nel prospetto di cui all'articolo 23 del regolamento (UE) 2015/760; l) per i fornitori di PEPP, nel documento contenente le informazioni chiave sul PEPP di cui all'articolo 26 del regolamento (UE) 2019/1238».

²³⁶ A. MILUCCIO, *Posizionamento delle imprese e scelte di investimento: quale ruolo per la sostenibilità?*, cit.

combinazione delle stesse. La qualificazione come prodotto “articolo 8” c’è a condizione che siano seguite pratiche di buona *governance*, e le informazioni da comunicare a norma dell’articolo 6, paragrafi 1 e 3 comprendono indicazioni su come tali caratteristiche sono rispettate e, se è stato designato un indice di riferimento, informazioni da cui si desuma in che modo tale indice è coerente con tali caratteristiche. Viene inoltre indicato dove trovare la metodologia utilizzata per il calcolo degli indici²³⁷. Devono rispettare i requisiti 1 e 3 dell’articolo 2.17.

Tali prodotti, dunque, integrano in modo vincolante alcuni criteri di sostenibilità. Possono, ad esempio, applicare alcune esclusioni oppure la strategia *best in class*, che consiste nel selezionare gli emittenti in portafoglio sulla base dei criteri ESG²³⁸.

Questi prodotti possono quindi in parte includere anche investimenti sostenibili, ma collocano denaro perlopiù in attività di altro tipo.

Nel Q&A del luglio 2021, la Commissione ha fornito una spiegazione dell’articolo 8 che ne rende il perimetro applicativo molto ampio. Infatti il termine “promozione” dovrebbe includere «a titolo esemplificativo, affermazioni dirette o indirette, informazioni, rendiconti, divulgazioni nonché un'impressione che gli investimenti perseguiti da un determinato prodotto finanziario considerino anche caratteristiche ambientali o sociali in termini di investimenti, politiche, obiettivi, traguardi o obiettivi o un'ambizione generale». Come riporta lo SMSG le autorità nazionali competenti hanno interpretato questa definizione intendendo che un fondo dovrebbe essere considerato articolo 8 se considera i principali effetti negativi o segue una strategia di esclusione. Pur essendo strumento di *soft law*, le Q&A sono dotate di forza persuasiva elevata; questo porterebbe a situazioni in cui pur non intendendo i fondi fare affermazioni di sostenibilità siano considerati di fatto fondi “articolo 8”.

L’allegato I degli RTS riguarda l’informativa da fornire per i prodotti articolo 8. La prima domanda posta è: «Questo prodotto finanziario ha un obiettivo di investimento sostenibile?». La sezione è composta da una tabella in cui è richiesto di barrare NO (la corrispondente risposta SÌ è prevista per i *dark green*). Occorre inoltre barrare una casella per indicare che una quota degli investimenti: ha una quota minima in investimenti

²³⁷ Per la metodologia utilizzata per il calcolo degli indici si rinvia alle norme tecniche di attuazione.

²³⁸ Forum per la finanza sostenibile, *Gli investimenti sostenibili in Italia. Tendenze e prospettive di mercato*, 2021 p. 6. Disponibile al link <https://finanzasostenibile.it/attivita/panoramica-investimenti-sostenibili-italia/>.

ecosostenibili ai sensi di TR; ha una quota minima in investimenti ecosostenibili (anche se non ai sensi di TR); ha un obiettivo sociale. Segue la domanda su quali caratteristiche ambientali e/o sociali siano promosse dal prodotto finanziario in questione con l'indicazione delle caratteristiche ESG promosse dal prodotto od opzione e precisazione se è stato designato un indice di riferimento. Indicatori di sostenibilità che si utilizzano per misurare il rispetto di ciascuna delle caratteristiche ambientali o sociali promosse. Gli RTS non prescrivono né il contenuto né una lista di indicatori da usare; il considerando 25 degli RTS prevede anche indicatori qualitativi, ma solo se standardizzati e comparabili. Viene chiesto di indicare se il prodotto finanziario prende in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità e si richiede di barrare l'opzione "sì" o "no"; qualora sia barrato "sì" occorre riportare le informazioni sui PAI. Segue una domanda su quale sia la strategia di investimento seguita dal prodotto finanziario. Le strategie di investimento utilizzabili sono individuate da Eurosif ("Strategia/Prodotto"; "Investimenti tematici"; "Best-inclass"; "Screening normativo"; "Esclusione Impact investing"; "Azionariato attivo"). Sugli elementi vincolanti di cui alla domanda successiva, gli RTS non chiariscono quali aspetti vadano indicati; si ritiene che occorra spiegare la strategia di investimento. Solo qualora l'impresa abbia fissato un impegno a ridurre la portata degli investimenti «non ammissibili in base a criteri ESG» di un tasso minimo occorre inoltre riportare questo tasso; è necessario poi descrivere brevemente la politica adottata per la valutazione delle prassi di buona *governance* delle imprese che beneficiano degli investimenti. Viene inoltre chiesto di specificare: quale sia l'allocazione degli attivi programmata per questo prodotto finanziario, dunque la descrizione degli investimenti con la percentuale minima utilizzata per soddisfare le caratteristiche ambientali o sociali promosse in base alla strategia di investimento; l'eventuale percentuale minima di investimenti sostenibili; l'obiettivo della quota rimanente degli investimenti; gli investimenti non allineati alla Tassonomia. Nei *box* a lato sono presenti alcune definizioni rilevanti. In caso di strumenti derivati per la promozione delle caratteristiche ambientali o sociali, occorrerà indicare in quale modo l'utilizzo di questi strumenti soddisfa le caratteristiche di cui sopra. È previsto poi un grafico che riguarda l'allineamento con la Tassonomia. A tal riguardo occorrerà indicare la quota di investimenti allineati alla Tassonomia comprendendo ed escludendo le obbligazioni sovrane. Occorre indicare la quota minima di attività transitorie e abilitanti le cui

definizioni sono stabilite nello stesso *template*. Sono di seguito previste varie voci opzionali, come la “Sezione eventuale” da inserire qualora sia stato individuato un parametro di riferimento. Viene richiesto di indicare dove sia possibile reperire *online* informazioni più specificamente mirate al prodotto, con la necessità di indicare il *link* alla pagina web del sito dell’impresa con l’informativa precontrattuale. Dovranno essere inserite in una parte distaccata dal resto dell’informativa: la descrizione delle caratteristiche ambientali o sociali o dell’obiettivo di investimento sostenibile; le metodologie utilizzate per valutare, misurare e monitorare le caratteristiche o l’impatto degli investimenti sostenibili.

La terza categoria è rappresentata dai prodotti che hanno un obiettivo di investimento sostenibile misurabile (come, ad esempio, la riduzione dell’emissione di anidride carbonica) e sono quindi riconducibili ad una strategia *impact investing*, perché hanno proprio di mira l’impatto positivo su uno o più aspetti della sostenibilità, di cui all’articolo 9 del regolamento²³⁹.

L’articolo 9 stabilisce infatti la trasparenza degli investimenti sostenibili nelle informazioni precontrattuali. Coerentemente, la prassi ha chiamato questi prodotti c.d. “dark green products” perché perseguono il più alto grado di sostenibilità. Si tratta di prodotti finanziari con obiettivi di investimento sostenibile. A seconda che sia stato designato o meno un indice di riferimento, le informazioni ai sensi dell’articolo 6 vengono corredate da informazioni che indicano in che modo l’indice designato è in linea con detto obiettivo e da una spiegazione che indica perché e in che modo l’indice designato in linea con detto obiettivo differisce da un indice generale di mercato oppure, nel caso in cui non sia stato designato alcun indice, la spiegazione del modo in cui è raggiunto tale obiettivo. Se, inoltre, un prodotto ha come obiettivo la riduzione delle emissioni di carbonio, le informazioni da comunicare a norma dell’articolo 6, paragrafi 1 e 3, è incluso l’obiettivo di un’esposizione a basse emissioni di carbonio e, se l’indice di riferimento è assente, le informazioni circa modo in cui è assicurato lo sforzo costante per raggiungere l’obiettivo di ridurre le emissioni di carbonio in vista del conseguimento degli obiettivi di lungo

²³⁹ A. MILUCCIO, *Posizionamento delle imprese e scelte di investimento: quale ruolo per la sostenibilità?*, cit., p. 29.

periodo presi con l'accordo di Parigi. Se è indicato un indice, viene esposta anche la metodologia utilizzata per ottenerlo.

Dato che il prodotto si prefigge uno o più tra gli obiettivi di sostenibilità possibili, deve scegliere i PAI, di cui almeno uno ambientale e almeno uno sociale.

Questi prodotti sono quelli che effettuano veri e propri investimenti sostenibili (rispettano tutti e tre i requisiti dell'art 2.17 SFDR).

Si è posto il caso di «un'impresa vuole beneficiare degli investimenti di un fondo che ha come area di indagine le emissioni di gas a effetto serra, [in tal caso n.d.r.] i PAI obbligatori che deve monitorare sono: a. emissioni GHG; b. *carbon print*; c. intensità GHG delle imprese beneficiarie degli investimenti; d. esposizione a imprese attive nel settore dei combustibili fossili; e. quota di consumo e produzione di energia non rinnovabile; f. intensità di consumo energetico per settore ad alto impatto climatico. Se ad esempio il prodotto ha attivi immobiliari e un obiettivo PAI, le aree di presidio possono essere i combustibili fossili e l'efficienza energetica, da intendersi come esposizione ad attivi immobiliari inefficienti dal punto di vista energetico²⁴⁰».

È necessario il raccordo con il regolamento Tassonomia; pertanto, il sottoinsieme di prodotti che investono in attività con obiettivi ambientali, devono altresì fornire informazioni riguardo alla percentuale di allineamento degli investimenti alla Tassonomia²⁴¹.

Anche l'informativa ex art. 9 prevede 7 sezioni. La prima contiene una tabella e non richiede l'inserimento di spiegazioni testuali. La sezione non prevede domande aggiuntive. Occorre barrare “sì” per i prodotti/opzioni *dark green*. La colonna di destra non andrà compilata in quanto riferita a un prodotto/opzione *light*. Sono inoltre previsti due *box* descrittivi contenenti le definizioni di investimento sostenibile e tassonomia. Barrando le caselle, occorre indicare la presenza di investimenti sostenibili con obiettivo ambientale o sociale e: in ogni caso, la percentuale minima di tali investimenti; solo per obiettivi ambientali, l'eventuale allineamento alla tassonomia.

²⁴⁰ A. MILUCCIO, *Posizionamento delle imprese e scelte di investimento: quale ruolo per la sostenibilità?*, cit., p. 40.

²⁴¹ Forum per la finanza sostenibile, *Gli investimenti sostenibili in Italia. Tendenze e prospettive di mercato*, 2021 p. 6. Disponibile al link <https://finanzasostenibile.it/attivita/panoramica-investimenti-sostenibili-italia/>.

Viene previsto uno specifico *template* anche per questi prodotti che in sintesi deve indicare: la strategia di investimento utilizzata; l'*asset allocation*. Gli indici di riferimento utilizzati e una spiegazione dettagliata con la spiegazione del modo in cui l'indice designato è coerente con l'obiettivo di sostenibilità e il modo in cui si differenzia da un generale indice di mercato. Se invece non è stato individuato un indice di riferimento, occorre spiegare come è raggiunto l'obiettivo di sostenibilità e se si tratta di investimenti che hanno lo specifico obiettivo di ridurre le emissioni di carbonio l'indicazione espressa che quello sia l'obiettivo del prodotto e che tale obiettivo è in linea con gli Accordi di Parigi del 2015. Occorre inoltre specificare se il parametro è UE oppure no e in caso negativo come viene comunque raggiunto lo scopo. Se quindi non è seguito un indice bisogna quindi indicare la strategia comunque utilizzata per raggiungere gli obiettivi di sostenibilità.

10. (Segue) La classificazione SFDR a confronto con le preferenze di sostenibilità MiFID II

Uno dei punti di incontro-scontro più rilevanti tra il *corpus* MiFID e IDD, da un lato, e il regolamento SFDR, dall'altro, riguarda proprio la classificazione dei prodotti.

Il Regolamento delegato (UE) 2021/1253, applicabile a decorrere dal 2 agosto 2022, ha posto l'obbligo per le imprese di investimento di acquisire informazioni sulle preferenze di sostenibilità da parte degli investitori e di tenere conto delle informazioni acquisite per raccomandare prodotti finanziari adeguati.

Il citato regolamento emenda quindi il Regolamento delegato (UE) 2017/565 stabilendo, all'art. 54, che: «Le imprese di investimento ottengono dai clienti o potenziali clienti le informazioni di cui necessitano per comprendere le caratteristiche essenziali dei clienti e disporre di una base ragionevole per determinare, tenuto conto della natura e della portata del servizio fornito, se la specifica operazione da raccomandare o realizzare nel quadro della prestazione del servizio di gestione del portafoglio [...] corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue eventuali preferenze di sostenibilità». Ciò implica il rimando alle preferenze di sostenibilità, che sono definite al punto 7 dell'articolo 2 del predetto Regolamento, come la scelta, da parte di un cliente o potenziale cliente, di integrare o meno, e se sì in che misura, nel suo investimento uno o più dei seguenti strumenti finanziari: “a) uno strumento finanziario

per il quale il cliente o potenziale cliente stabilisce che una quota minima sia investita in investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale come definiti all'articolo 2, punto 1, del regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio; b) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente stabilisce che una quota minima sia investita in investimenti sostenibili come definiti all'articolo 2, punto 17, del Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (cosiddetto SFDR); c) uno strumento finanziario che tiene conto dei principali impatti negativi sui fattori di sostenibilità quando gli elementi qualitativi o quantitativi che dimostrano tale considerazione sono determinati dal cliente o potenziale cliente²⁴²”.

Occorrerà interrogare l'investitore riguardo alle sue preferenze e, in particolare, se sia più interessato a:

- investimenti ecosostenibili come definiti nella Tassonomia europea (lettera “a”), ossia prodotti che perseguono una quota minima di investimenti sostenibili in attività economiche che contribuiscono in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali secondo l'articolo 3 del regolamento Tassonomia. Ai sensi del regolamento SFDR questi prodotti sarebbero quelli di cui all'articolo 9;
- investimenti sostenibili secondo la definizione del regolamento SFDR (lettera “b”), ossia prodotti che perseguono una quota minima di investimenti sostenibili (quota determinata dal cliente o potenziale cliente), dove la sostenibilità qui include non solo profili ambientali, ma anche sociali (ex articolo 2, punto 17, del regolamento SFDR). Ai sensi del regolamento SFDR sarebbero i prodotti tra quelli “articolo 8”, che perseguono una quota minima di investimenti sostenibili. Questa categoria chiamata dalla dottrina “8 plus” in quanto si tratta di un sottoinsieme di prodotti ex articolo 8 SFDR, ma non c'è totale corrispondenza tra le due categorie;
- prodotti che considerano i principali impatti negativi sui fattori di sostenibilità (lettera “c”)²⁴³. Qui la precisazione è che in realtà tutti i prodotti

²⁴² Cfr. F. ADRIA, N. LINCiano, F. QUARANTA, P. SOCCORSO, *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza*, cit.

²⁴³ Commissione europea, Regolamento delegato (UE) della Commissione del 21.4.2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei

SFDR devono considerare i principali impatti negativi. Se il legislatore avesse voluto collegarsi ai prodotti “ex art. 6 SFDR” avrebbe dovuto riferirsi soltanto ai prodotti che considerano unicamente i principali impatti negativi e non promuovono caratteristiche di sostenibilità, né hanno obiettivi di investimento sostenibile. Anche per i prodotti *light green*, infatti, dovrebbero essere misurati gli impatti avversi delle decisioni di investimento (*principal adverse impacts* o “PAI”) sulla sostenibilità. Per il principio del *comply or explain*, tuttavia, è possibile per i partecipanti ai mercati finanziari optare per la non considerazione dei principali effetti negativi: in questo caso, quindi, i prodotti coinvolti, conformemente a quanto previsto dalla MiFID II, non potrebbero più essere consigliati²⁴⁴.

Se si osservano le categorie più da vicino si può notare che se la preferenza ricadesse su un prodotto lettera “b” la sua preferenza sarebbe soddisfatta anche da prodotto lettera “a”: questo perché il concetto di investimento ecosostenibile è contenuto all’interno di quello di investimento sostenibile ai sensi di SFDR. A ben vedere, poi, anche qualora il cliente mostrasse una preferenza per un prodotto di cui alla lettera “c”, perché i principali impatti negativi sui fattori di sostenibilità (PAI) devono essere già considerati nell’ambito della valutazione di non nuocere in modo significativo (DNSH) che è effettuata per gli investimenti sostenibili di cui all’SFDR.

11. La normativa di secondo livello: i *Regulatory Technical Standards* (RTS)

Come anticipato, il regolamento SFDR è dettagliato da delle norme tecniche di attuazione (RTS) in vigore dal 1° gennaio 2023²⁴⁵.

rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento, Bruxelles, 21 aprile 2021, C(2021) 2616 final, p. 5, cfr. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=PI_COM:C\(2021\)2616&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=PI_COM:C(2021)2616&from=EN).

²⁴⁴ Da ultimo, si veda ESMA, *Consultation Paper, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 27 Gennaio 2022, ESMA35-43-2998, par. 34, che testimonia la consapevolezza dell’autorità delle difficoltà attuali nell’offrire prodotti con caratteristiche di sostenibilità e della necessità di un approccio graduale. Qualora, dopo aver raccolto informazioni, le imprese non dovessero disporre di strumenti finanziari inclusi nella loro gamma di prodotti tali da soddisfare le preferenze di sostenibilità del cliente, queste dovrebbero indicare che al momento non ci sono prodotti disponibili che soddisfino tali preferenze e al cliente dovrebbe essere data la possibilità di adattare le preferenze di sostenibilità. Di ciò si dovrebbe dare documentazione nel *report* di adeguatezza.

²⁴⁵ G. AMATO-N. PIEROTTI-R. BENVENUTO, *Regolamento SFRD e norme tecniche di attuazione: la “sfida” delle sustainability disclosures*, in *Dirittobancario.it*, 15 marzo 2021. Si fa riferimento agli obblighi

Le norme tecniche precisano il contenuto del regolamento principalmente sotto due aspetti: (i) *reporting* degli impatti negativi *entity level*, includendo la *disclosure* dei principali impatti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, compresi indicatori dettagliati per gli impatti ambientali e sociali; (ii) informativa precontrattuale, web e periodica sui prodotti applicabili a prodotti “light green” e “dark green”, compreso il concetto di "non nuocere in modo significativo" (DNSH)²⁴⁶.

Per quanto concerne la *disclosure* dei principali impatti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, gli RTS includono un modello, riportato nell'allegato I, da utilizzare per la dichiarazione su come siano stati considerati i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità.

L'informativa passa attraverso una serie di indicatori, in totale 64, suddivisi a seconda del fattore su cui impattano. A titolo esemplificativo, vi sono indicatori sul clima e indicatori connessi all'ambiente, come l'impronta di carbonio e le emissioni di GHG, indicatori in materia di problematiche sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani, e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva, come l'indicatore sul divario retributivo di genere non corretto, oppure l'esposizione ad armi controverse.

Si distingue poi tra:

- indicatori aggiuntivi (“opt-in”), che possono condurre a una valutazione di impatto negativo;
- indicatori separati, che considerano gli impatti derivanti da investimenti in società partecipate, titoli sovrani, sovranazionali e attività immobiliari;
- una categoria residuale di qualsiasi altro indicatore utilizzato.

I partecipanti ai mercati finanziari che adottano l'approccio “comply” devono quindi indicare gli impatti negativi che le decisioni di investimento hanno avuto nel periodo di riferimento sui fattori di sostenibilità considerati.

di cui agli artt. 4, 8, 9, 10 e 11 del Regolamento SFDR. Il comitato congiunto delle Autorità Europee di Vigilanza il 4 febbraio 2021 ha presentato alla Commissione Europea il *report* finale con la bozza delle norme tecniche attuative (le “RTS”) del regolamento SFDR. Le ESAs hanno pubblicato, in data 17 marzo 2021, il “Joint Consultation Paper. Taxonomy-related sustainability disclosures” contenente altre norme tecniche di regolamentazione che modificano e integrano le RTS, con la finalità di adeguare l'informativa precontrattuale e periodica dei prodotti ai sensi degli articoli 8 e 9 SFDR.

²⁴⁶ Regolamento delegato (UE) 2022/1288, p. 5.

Devono essere usati:

- gli indicatori universali obbligatori;
- almeno uno degli indicatori *opt-in* di tipo ambientale;
- almeno uno degli indicatori *opt-in* di tipo sociale.

Occorre inoltre:

- fornire una descrizione sintetica delle politiche usate per individuare detti impatti negativi;
- spiegare le azioni già prese o che intendono prendere nel futuro per mitigarli;
- indicare l'adesione (eventuale) a standard internazionali di reporting;
- riportare un confronto con i risultati raggiunti almeno nei 5 anni antecedenti²⁴⁷.

Per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti che non considerano i PAI, le norme tecniche di attuazione hanno previsto una apposita dichiarazione, integrata da una spiegazione da pubblicare sui rispettivi siti web²⁴⁸.

Venendo quindi al *product level*, la bozza di RTS dettaglia altresì contenuto e modalità di presentazione delle informative precontrattuali ex art. 6, par. 3, SFDR cercando di trovare un equilibrio tra comprensibilità e completezza²⁴⁹. Le autorità di vigilanza, infatti, constatano la difficoltà del far funzionare efficacemente un unico documento per la molteplicità delle fattispecie elencate all'art. 6, par. 3, SFDR. Se, da una parte, per i prodotti ai sensi del regolamento PEPP e della direttiva IORP e in generale per i prodotti pensionistici individuali la documentazione si sostanzia in brevi documenti (compreso un KID nel caso dei prodotti PEPP), dall'altra, per i prodotti più complessi, come i fondi UCITS, l'informativa SFDR potrebbe essere contenuta nell'ambito di una documentazione precontrattuale più articolata, come all'interno di un prospetto del fondo. Secondo quanto riportato dalle stesse autorità, dall'indagine pubblica e dai test sui consumatori sui modelli di prodotti finanziari precontrattuali e periodici è emerso che le informazioni fossero al contempo eccessivamente complesse per gli investitori *retail*, ma

²⁴⁷ Regolamento delegato (UE) 2022/1288, p. 6.

²⁴⁸ Regolamento delegato (UE) 2022/1288, p. 7.

²⁴⁹ Regolamento delegato (UE) 2022/1288, p. 8.

con una presentazione giudicata eccessivamente semplificata per gli investitori istituzionali. Sebbene l'elevato grado di dettaglio si spieghi per l'esigenza di contrastare il *greenwashing*²⁵⁰, anche a supporto dell'informativa web, che spesso non viene valutata attentamente, resta da capire se queste informazioni siano effettivamente in grado di colmare l'asimmetria informativa in cui versano gli investitori.

Oltre ai *templates* contenenti gli elementi obbligatori, vengono stabilite ulteriori informazioni riguardanti la tipologia di prodotto proposto e la modalità con cui la caratteristica ambientale o sociale, oppure una combinazione tra queste, oppure l'obiettivo di investimento sostenibile vengono raggiunti. Viene chiesto inoltre di specificare se e come il prodotto designa un indice come *benchmark* di riferimento e, per i prodotti che effettuano investimenti sostenibili, requisiti in merito a come il prodotto rispetta il principio di non arrecare danni significativi in relazione agli indicatori di impatto negativo di cui all'allegato I delle norme tecniche di attuazione²⁵¹.

Sul sito web, invece, i partecipanti ai mercati finanziari devono indicare il metodo, le fonti delle informazioni raccolte e eventualmente i criteri di selezione utilizzati.

Per quanto infine attiene all'informativa periodica, è previsto, parimenti alla informativa precontrattuale, un obbligo di utilizzo dell'informativa con un elenco dettagliato degli elementi da includere, compreso un confronto storico che copra fino a cinque periodi di riferimento e l'illustrazione dei primi 15 investimenti effettuati durante un dato periodo di riferimento. Anche in questo caso sono previste informazioni sul modo in cui viene rispettato il "DNSH" con riferimento agli indicatori dell'all. I RTS e dell'art. 18 del regolamento Tassonomia²⁵².

Le ESAs hanno poi pubblicato dei chiarimenti sulla bozza di RTS che hanno riguardato diverse informazioni sull'uso degli "indicatori di sostenibilità", la metodologia di calcolo dei PAI, gli investimenti diretti e indiretti nell'informativa precontrattuale e periodica, i prodotti finanziari ecosostenibili ai sensi del regolamento Tassonomia, il principio di "non arrecare danni significativi", i prodotti con opzioni di investimento²⁵³. Nel frattempo, a testimonianza della continua evoluzione della materia e alla difficoltà di

²⁵⁰ Regolamento delegato (UE) 2022/1288, p. 8.

²⁵¹ Regolamento delegato (UE) 2022/1288, p. 8.

²⁵² Regolamento delegato (UE) 2022/1288, p. 10.

²⁵³ ESAs, *Clarifications on the ESAs' draft RTS under SFDR*, JC 2022 23, 2 giugno 2022.

fissare dei punti fermi, le autorità hanno nuovamente pubblicato un documento di consultazione che racchiude possibili modifiche alle norme tecniche, nel frattempo entrate in vigore con il Regolamento delegato 2022/1288. Ancora una volta nel mirino della necessità di ulteriore chiarificazione sono le informazioni sul DNSH, gli indicatori di sostenibilità e ai PAI, oltre che sulla promozione delle caratteristiche ambientali e sociali (ai sensi dell'articolo 8 sui prodotti *light green*) e degli obiettivi di investimento sostenibile (di cui all'articolo 9 sui prodotti *dark green*).

12. Conclusioni

Al termine di questo secondo capitolo, si evidenzia un quadro piuttosto intricato.

La strategia della *disclosure*, volutamente, ha catturato un ampio spettro di fattispecie, anche molto distanti l'una dall'altra, con l'intento di coinvolgere nell'obiettivo della sostenibilità il maggior numero di soggetti e di prodotti. Emergono però ambiguità per la circostanza che il regolamento SFDR non si è arrestato alla trasparenza e alla divulgazione, ma è stato altresì concepito come strumento di classificazione dei prodotti. Di qui nasce il controsenso: se una regolazione votata alla trasparenza vorrà essere estesa quanto più possibile per portare alla più ampia trasparenza, un sistema di etichettatura vorrà invece essere selettivo, per identificare solo i migliori prodotti e fungere da incentivo al miglioramento.

Sebbene già le premesse (*corpus* normativo formato da più discipline, unitamente al doppio livello di regolamentazione all'interno della stessa disciplina SFDR) lasciassero intendere una difficoltà di lettura, l'analisi della disciplina mostra un tecnica di regolamentazione assai critica. In particolare, l'obiettivo di arginare le asimmetrie informative, "claim" dichiarato in un Considerando del regolamento oltre che, indubbiamente, scopo dell'intera disciplina, non risulta raggiunto in quanto le prime evidenze empiriche mostrano confusione sia tra gli "addetti ai lavori", sia tra i destinatari finali. Ciò lascia presagire che lo stesso *enforcement* privatistico del regolamento potrebbe essere problematico, perché in assenza di regole chiare più difficile è stabilire le responsabilità.

Capitolo III

Teoria della regolazione e diritto privato nel contrasto al *greenwashing*.

Focus sulla situazione italiana

1. Introduzione

Scopo del presente capitolo è quello di approfondire il tema delle responsabilità collegate alla trasparenza informativa riguardante la sostenibilità; segnatamente, la qualificazione giuridica delle condotte di diffusione di informazioni ingannevoli nell'ambito del regolamento SFDR e gli eventuali rimedi di diritto privato a disposizione degli investitori, in particolare nell'ordinamento italiano.

2. La necessità di sanzioni “efficaci, proporzionate, dissuasive” (art. 22 Reg. Tassonomia)

Analizzando il regolamento SFDR, si constata un'assenza del profilo sanzionatorio. Se invece si allarga lo sguardo e si comprende nel campo visivo il regolamento Tassonomia, si nota una disposizione, l'articolo 22, rubricato “misure e sanzioni” che potrebbe essere di interesse in una riflessione sul contrasto al *greenwashing* e, più in generale, della violazione di obblighi informativi in materia di sostenibilità.

La Tassonomia, infatti, nel sopra citato articolo, stabilisce la necessità di sanzioni efficaci proporzionate e dissuasive, con una formula ricorrente nell'ordinamento dell'Unione europea. Se ne riporta il testo:

«Gli Stati membri stabiliscono le norme relative alle misure e alle sanzioni da applicare in caso di violazione degli articoli 5, 6 e 7. Le misure e le sanzioni previste devono essere effettive, proporzionate e dissuasive».

Di seguito gli articoli 5, 6 e 7 del regolamento Tassonomia, la cui violazione, dunque, autorizza gli Stati a irrogare sanzioni. La tecnica normativa utilizzata è quella di un rinvio incrociato tra Tassonomia ed SFDR, in quanto le sanzioni devono essere previste in caso di violazione di alcune disposizioni previste dallo SFDR.

La prima delle sopra richiamate disposizioni è l'articolo 5, rubricato "Trasparenza degli investimenti ecosostenibili nelle informative precontrattuali e nelle relazioni periodiche", il quale a sua volta rinvia all'articolo 9 SFDR (ossia quello riguardante gli investimenti ecosostenibili, cioè quelli che dirottano le risorse finanziarie in attività ambientali ai sensi della Tassonomia). Il citato articolo 5 prevede, quindi, che "in conformità" del regolamento SFDR, specificamente alle disposizioni riguardanti l'informativa precontrattuale e periodica (articoli 6 par. 3 e 11 par. 2), occorra comunicare informazioni sugli obiettivi ambientali perseguiti²⁵⁴. Altre disposizioni sono rispettivamente previste dall'articolo 6, rubricato "Trasparenza dei prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali nelle informative precontrattuali e nelle relazioni periodiche", e 7, "Trasparenza di altri prodotti finanziari nelle informazioni precontrattuali e nelle relazioni periodiche" per i prodotti *light green*²⁵⁵ e per quelli che non tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili²⁵⁶.

L'articolo 22 del Regolamento Tassonomia, quindi, pone un generico riferimento alla "violazione degli articoli", ma non è chiaro quali condotte possano rientrare nel concetto di violazione. In particolare, non è chiaro se siano compresi in tali violazioni solo inadempimenti degli obblighi informativi *tout court* e quindi non sia dato alcun tipo di informativa sulla sostenibilità, oppure se si possa ritenere compreso nell'obbligo anche un profilo più "qualitativo" di rispondenza dell'eventuale informativa fornita con la sostanza del prodotto offerto. Si analizzerà questo profilo più da vicino affrontando il

²⁵⁴ Specificamente, l'obiettivo o gli obiettivi «[...] a cui contribuisce l'investimento sottostante il prodotto finanziario; e b) una descrizione di come e in che misura gli investimenti sottostanti il prodotto finanziario si riferiscono ad attività economiche considerate ecosostenibili [...]. La descrizione di cui al primo comma, lettera b), del presente articolo, specifica la quota di investimenti in attività economiche ecosostenibili selezionati per il prodotto finanziario, compresi i dettagli sulle quote di attività abilitanti e di transizione di cui rispettivamente all'articolo 16 e all'articolo 10, paragrafo 2, sotto forma di percentuale di tutti gli investimenti selezionati per il prodotto finanziario».

²⁵⁵ Nel caso in cui un prodotto finanziario rientri nella categoria di cui all'articolo 8, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2019/2088 e quindi promuova caratteristiche ambientali, si applica *mutatis mutandis* l'articolo 5 del regolamento Tassonomia ed occorre accompagnare le «informazioni da comunicare in conformità dell'articolo 6, paragrafo 3, e dell'articolo 11, paragrafo 2, del regolamento (UE) 2019/2088» con la dichiarazione: «Il principio "non arrecare un danno significativo" si applica solo agli investimenti sottostanti il prodotto finanziario che tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili. Gli investimenti sottostanti la parte restante del presente prodotto finanziario non tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili».

²⁵⁶ L'articolo 7 prevede la necessità che: «se un prodotto finanziario non è soggetto all'articolo 8, paragrafo 1, o all'articolo 9, paragrafi 1, 2 o 3, del regolamento (UE) 2019/2088» sia fornita la dichiarazione che «gli investimenti sottostanti il presente prodotto finanziario non tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili».

tema della rilevanza del *green bleaching*. Basti per ora notare che, comunque, nonostante la previsione di sanzioni in qualche modo collegate al regolamento SFDR, permane l'incertezza sulla qualificazione giuridica del *greenwashing*.

3. (Segue) Insufficienza del solo *public enforcement* per garantire investitori e interessi anche non finanziari

Un punto particolarmente interessante ai fini del presente lavoro riguarda l'osservazione fatta dal gruppo consultivo per cui occorrerebbe sanzionare la condotta di *greenwashing* nell'ambito delle già esistenti normative che puniscono la pratica di diffondere informazioni fuorvianti e/o dell'ottenimento di un vantaggio competitivo sleale. Innanzitutto, precisa l'SMSG, i “prodotti finanziari²⁵⁷” in relazione ai quali potrebbe registrarsi una condotta di *greenwashing* andrebbe intesa come omnicomprensiva, includendo al suo interno gli strumenti finanziari e i depositi strutturati ai sensi della MiFID II, i prodotti di investimento assicurativi della IDD e tutti gli altri prodotti finanziari contemplati dal regolamento SFDR, come per esempio i fondi pensione. Collegare la definizione omnicomprensiva di *greenwashing* con le normative già esistenti avrebbe il pregio di semplificare lo sforzo ermeneutico, perché sarebbe già facilmente individuabile chi può agire sulla base di tali regole, le sanzioni applicabili, quali condizioni sono necessarie affinché si configuri il *greenwashing*, ad esempio che cosa possa essere considerato come fuorviante, oppure se sia necessaria o meno l'intenzione, su chi ricade l'onere della prova e sarebbe indicato su quale operatore di mercato ricadesse la responsabilità all'interno della catena di valore. In questo modo sarebbe poi più semplice per la Commissione valutare se, allo stato dei fatti, il *greenwashing* sia adeguatamente sanzionato e, nel caso in cui non lo sia, intervenire, sì, ma con degli interventi mirati.

Il gruppo consultivo consiglia all'ESMA di redigere una tabella per rendere chiari alcuni aspetti, in particolare quale sia: il partecipante al mercato coinvolto; la regola applicabile; la competenza dell'ESMA oppure dell'autorità nazionale; la materialità; la rilevanza dell'intento (se l'intenzione sia necessaria o meno per ritenere integrata la

²⁵⁷Securities and Markets Stakeholder Group, Advice to ESMA. SMSG advice to ESMA on additional questions relating to greenwashing, 16 marzo 2023 ESMA22-106-4551, nota 8 pagina 7.

pratica; a tal riguardo, come visto, l'SMSG è dell'opinione che debba considerarsi tale solo la condotta intenzionale²⁵⁸); la possibile sanzione.

L'SMSG ha già effettuato il lavoro proposto all'autorità per le normative UCPD (sulle pratiche commerciali scorrette) e MiFID II. L'SMSG consiglia all'ESMA di fare lo stesso per altri standard pertinenti che potrebbero essere applicati per sanzionare il *greenwashing*, inclusi (ma non limitati a) SFDR, NFRD/CSRD, il regolamento sul prospetto, il MAR, le direttive UCITS/AIFM, il regolamento sui PRIIP e il diritto della concorrenza. Lo stesso dovrebbe essere fatto per le normative di competenza delle altre autorità di vigilanza²⁵⁹.

In questa sede è rilevante soprattutto un riferimento alle possibili sanzioni, in quanto il gruppo consultivo, nella corrispondente voce della tabella situata al culmine della consultazione, fa riferimento al fatto che le sanzioni siano stabilite dal diritto nazionale dei singoli stati.

Il *greenwashing*, infatti, rappresenta una pratica nuova, che richiede di vagliare l'adeguatezza dei tradizionali rimedi e di definire, in caso contrario, nuove specifiche tecniche di contrasto.

I rimedi possono essere quelli di *public enforcement* o di *private enforcement* sono complementari: l'uno guarda alla tutela pubblicistica amministrativa, l'altro alla tutela individual-privatistica²⁶⁰.

Il *private enforcement* si riferisce al rispetto del diritto mediante azioni legali promosse con iniziativa di soggetti privati al sistema giudiziario contro altri soggetti o imprese che ritengano siano stati lesi i propri diritti. Si basa quindi sulla possibilità che ciascun cittadino persegua il proprio interesse autonomamente chiedendo un risarcimento nel caso in cui abbia subito un danno invocando una pluralità di rimedi. La ricerca si concentra su quest'ultimo strumento di tutela²⁶¹.

²⁵⁸ Sui costi dei fondi ESG v. ad esempio: <https://esgnews.it/investimenti/esma-i-fondi-esg-costano-meno-di-quelli-non-sostenibili/>.

<https://esgnews.it/investimenti/fondi-articolo-9-protettono-veramente-dal-rischio-di-greenwashing/>
²⁵⁹ Securities and Markets Stakeholder Group, Advice to ESMA. SMSG advice to ESMA on additional questions relating to greenwashing, p. 13.

²⁶⁰ A.P. SEMINARA, *La tutela civilistica del consumatore di fronte alle pratiche commerciali scorrette*, p. 689.

²⁶¹ Cfr. C. SCHEPISI, *Public e private enforcement nel settore antitrust e degli aiuti di Stato: convergenze, divergenze e circolarità di principi nel dialogo tra i giudici e la Corte di giustizia*, p. 131, nota 22 «Con l'accezione *private enforcement* dell'art. 108, par. 3 TFUE ci si riferisce alla possibilità per i singoli di avvalersi dinanzi al giudice nazionale dei rimedi processuali più utili ai fini della cessazione di tale

Il *public enforcement* è rappresentato invece da tutti quegli strumenti di diritto pubblico, in particolare di diritto amministrativo, sotto la direzione di autorità che possono essere eurounitarie o nazionali. Nell'Unione europea il *public enforcement* dei mercati finanziari è affidato a diverse autorità, a livello nazionale e a livello unionale. Per colmare il vuoto di tutela a seguito della crisi finanziaria, sono state istituite delle autorità precipue per i mercati, ossia ESMA, EBA ed EIOPA, rispettivamente deputate a vigilare il settore dei mercati mobiliari, quello bancario e quello assicurativo. I poteri di cui sono investite queste *authorities* possono essere i più disparati, inclusi quelli sanzionatori e investigativi.

Per via dell'impatto sistemico dei mercati finanziari, il *public enforcement* è la tecnica normalmente prediletta; il rispetto delle norme giuridiche è affidato ad autorità pubbliche, le quali, possedendo una "visione di insieme" possono essere particolarmente idonee a perseguire l'interesse pubblico²⁶².

Il legislatore europeo ha fatto principalmente affidamento sul *public enforcement*, in particolare mediante strumenti di diritto amministrativo. Per esempio le direttive MiFID I e II hanno richiesto agli Stati membri di incaricare autorità amministrative di perseguire la protezione degli investitori tramite appositi poteri. Con la crisi finanziaria, questo approccio è stato ulteriormente rafforzato con la centralizzazione dei poteri e la creazione della *Banking Union*.

Un limite del *public enforcement* è rappresentato dal fatto che le risorse per far rispettare le normative sono limitate e gravano sulla spesa pubblica. Inoltre la complessità e la continua evoluzione dei mercati finanziari e delle normative può rendere difficoltoso per le autorità stare al passo con la qualità e la quantità delle strategie di violazione delle disposizioni a tutela degli investitori.

Non solo il *public enforcement*, tuttavia, è importante. Ciò è parso evidente in alcuni casi in cui l'interesse è pubblico, ma non l'*enforcement*, perché a sollecitare la repressione delle condotte violative sono soggetti privati. Non solo mediante l'azione individuale, ma anche con l'azione collettiva.

violazione, del ripristino dello status concorrenziale quo ante o della riparazione dei danni subiti. La prematura erogazione di un aiuto è idonea, infatti, già di per sé ad alterare le condizioni concorrenziali del mercato e dunque suscettibile di ledere la posizione giuridica soggettiva del concorrente».

²⁶² C. SCHEPISI, *Public e private enforcement nel settore antitrust e degli aiuti di Stato: convergenze, divergenze e circolarità di principi nel dialogo tra i giudici e la Corte di giustizia*, cit., p. 127.

Una manifestazione di contenzioso in questo senso, legato alla sostenibilità, come si è accennato nell'introduzione di questo lavoro, è costituita dai *green claims* che si sono diffusi soprattutto negli Stati Uniti ma di cui si sono avuti alcuni esempi anche in Europa, connessi a forme di “public interest litigation”. Con quest'ultima espressione si intende “una tipologia di contenzioso che mira ad ottenere una pronuncia giudiziaria suscettibile di produrre i propri effetti per una pluralità di fattispecie; una decisione in grado di valere quale precedente favorevole ad un determinato scopo o comunque proposta con la finalità di apportare un cambiamento a livello sociale, innovando il sistema²⁶³”. È un contenzioso legato a fattispecie c.d. a titolarità diffusa, tra cui quello della salubrità ambientale, considerata interesse generale della collettività²⁶⁴. Una specie di tale tipologia è costituita dalla *climate litigation* che ha ad oggetto azioni umane capaci di incidere negativamente sui cambiamenti climatici.

Un *private enforcement* di questo genere è rilevante perché aumenta la conformità alle norme, dato che i potenziali trasgressori sanno che, quand'anche il sistema pubblico fosse inerte, potrebbero essere comunque chiamati a rispondere legalmente per le loro azioni. Un vantaggio sarebbe anche quello di ridurre il carico dello stesso sistema pubblico, perché ciascuno sarebbe chiamato a perseguire i propri interessi autonomamente e direttamente. In questo, il *private enforcement* può essere ancor più efficace del *public enforcement*, ad esempio perché il cittadino potrebbe attivarsi in tempi inferiori rispetto alle autorità governative, che invece necessitano di tempi di reazione più lunghi (anche se poi, a dire il vero, la risposta alla richiesta di giustizia non sempre giunge altrettanto celermente rispetto alla constatazione del danno). Infine, il *private enforcement* è il canale che più capillarmente riesce a rispondere alla domanda di giustizia; se il *public enforcement* persegue una strategia di stampo massivo, il *private enforcement* affida alla giurisdizione ordinaria²⁶⁵ il compito di fornire giustizia anche a quei cittadini che in concreto abbiano dimostrato di essere stati lesi dalle condotte antiggiuridiche.

²⁶³ S. PITTO, *Public interest litigation e contenzioso strategico nell'ordinamento italiano. Profili critici e spunti dal diritto comparato*, in Vol 50 No Sp (2021): DPCE Online Sp-2021, p. 5.

²⁶⁴ R. GAROFOLI E G. FERRARI, *Manuale di diritto amministrativo. Parte generale e speciale*, p. 1888 e ss.

²⁶⁵ Per innalzare il livello di protezione, soprattutto nei contenziosi massivi, sono importanti anche i sistemi di risoluzione alternativa delle controversie (*alternative dispute resolution* o “ADR”) che costituiscono un meccanismo di *enforcement ibrido*. Le ADR contribuiscono, specie per le *small claims*, al calo delle controversie e ad una loro gestione più efficiente. Cfr. V. M. SIRI, *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie e la product governance nei servizi finanziari*, in *Economia e diritto del*

Il *private enforcement* evoca il tema del rapporto tra regolazione dei mercati e responsabilità civile.

L'una (la regolazione) è tradizionalmente associata ad una prospettiva *ex ante*; l'altra (la responsabilità) ad una prospettiva *ex post*. La responsabilità civile, infatti, è un correttivo del diritto privato volto ad attribuire un rimedio in caso di violazione di una posizione giuridica soggettiva²⁶⁶.

È stata creata l'espressione "European regulatory private law" per riferirsi a misure dell'Unione europea di natura regolatoria che incidono su relazioni di tipo privatistico e che possono riguardare diverse aree del diritto, tra cui quello dei consumatori, il diritto della concorrenza, ambientale e finanziario.

La Corte di giustizia dell'Unione europea ha riconosciuto alla responsabilità civile, oltre alla sua naturale funzione compensativa, una funzione deterrente, consistente nel fornire incentivi che spingono ad aderire alla legge²⁶⁷.

Guardando ai possibili approcci del diritto eurounitario nei confronti del diritto privato, come osservato da parte della dottrina²⁶⁸, si può distinguere tra: normative che prevedono determinate condotte stabilendo, per le ipotesi di violazione, un sistema articolato di *enforcement* pubblico, limitandosi a richiedere la presenza di un meccanismo di *enforcement* privato le cui caratteristiche sono rimesse alla disciplina nazionale.

terziario, 1/2016, p. 149 e ss. Pertanto, anche in un eventuale contenzioso in materia di *greenwashing*, le ADR potrebbero svolgere un ruolo di primo piano. Le ragioni potrebbero ascrivere alla preparazione specialistica dei componenti, in media più specializzati del giudice ordinario su temi afferenti alla sostenibilità e all'accesso più facilitato per gli investitori che dovrebbero sostenere costi inferiori. Del resto, lo stesso Arbitro per le controversie finanziarie (ACF) ha rilevato che «con il crescere dell'interesse dei risparmiatori per gli investimenti sostenibili [occorrerà porre] particolare attenzione alle controversie sull'offerta di questi prodotti, dove c'è la possibilità di un'elevata conflittualità» (si veda Consob, Comunicato stampa, Roma, 30 marzo 2023, disponibile su <https://www.dirittobancario.it/art/acf-presentata-la-relazione-annuale/>). L'affermazione, pur valevole soprattutto per la normativa MiFID II e le modifiche che la coinvolgono, è vera almeno in parte anche per il regolamento SFDR che dialoga con le categorie MiFID II, soprattutto nella parte sulla classificazione dei prodotti.

²⁶⁶ O. CHEREDNYCHENKO, *Financial regulation and civil liability in European law: towards a more coordinated approach?* in *Financial Regulation and Civil Liability in European Law*, OLHA CHEREDNYCHENKO, MADS ANDENAS, Edward Elgar Publishing, come tutte le considerazioni che seguono.

²⁶⁷ La disciplina della responsabilità civile ha diverse funzioni: riparatoria, volta a ripristinare la situazione antecedente ad un evento di danno, compensativa/solidaristica ai sensi dell'art 2 della carta costituzionale; sanzionatoria, ma solo nei casi previsti dalla legge (danni punitivi).

²⁶⁸ O. CHEREDNYCHENKO, *Financial regulation and civil liability in European*, cit., p. 7, che riporta la classificazione di Takis Tridimas.

Appartengono a questa categoria la MiFID II²⁶⁹ e la *Market Abuse Regulation*²⁷⁰. In questi casi il diritto privato risulta considerato nella teoria dei poteri impliciti e nei principi di effettività ed equivalenza; misure UE che fanno generico riferimento a rimedi di diritto privato. Per esempio, il Regolamento Prospetto, che obbliga gli Stati membri ad assicurare che le loro regole nazionali sulla responsabilità civile si applichino alle persone responsabili delle informazioni date nel prospetto. Rispetto al precedente sistema, questo assicura comunque agli investitori la presenza di un rimedio; alcune regolazioni prevedono esplicitamente diritti e che prevedono a livello europeo una disciplina relativa ai rimedi nazionali di diritto privato (come la direttiva sui servizi di pagamento).

Secondo parte della dottrina²⁷¹, la Corte di giustizia dell'Unione europea supporterebbe un modello ibrido di *enforcement*: l'Unione farebbe in primo luogo affidamento sui rimedi nazionali, influenzati a loro volta dal diritto UE e in particolare dai principi di equivalenza e di effettività ("top-down perspective"). Occorrerebbe però anche adottare una prospettiva "bottom up", cioè interrogarsi sull'esistenza di rimedi di diritto privato quando l'unione europea è silente. Gli autori che si sono occupati dell'argomento hanno però evidenziato la mancanza di un approccio coordinato a livello europeo. Da un lato, infatti, c'è il rischio di duplicazione degli sforzi e di incertezza se l'operato delle autorità è difforme da quello dei giudici.

Un sistema di *private enforcement* può aiutare *ex ante* se gli attori coinvolti hanno appropriati incentivi (ad esempio se le perdite degli individui sono sufficientemente ampie), le vittime possono facilmente ottenere informazioni sulle infrazioni e l'accesso alla giustizia è semplice. Anche il *private enforcement*, tuttavia, può presentare aspetti negativi. Tra questi, il costo dell'azione legale, che può essere elevato e quindi può

²⁶⁹ Cfr. art. 69, ultimo paragrafo, MiFID II che prevede che gli Stati membri assicurino meccanismi che garantiscano la compensazione delle perdite subite: «Member States shall ensure that mechanisms are in place to ensure that compensation may be paid or other remedial action be taken in accordance with national law for any financial loss or damage suffered as a result of an infringement of this Directive or of Regulation (EU) No 600/2014». Cfr. sul recepimento della MiFID II, tra gli altri, M. CALLEGARI, *Il recepimento della direttiva MiFID II e l'adeguamento al regolamento MiFIR. La disciplina di attuazione*, in *Dir. Ec. Impr.*, 4/2018, 515 ss.

²⁷⁰ All'interno di un contributo in materia sia analizzato il rapporto tra diritto privato e protezione dell'investitore nel Prisma del corpus MiFID I e II, attraverso la tutela giudiziaria offerta nei confronti del mancato rispetto del dovere di trasparenza informativa e dell'adeguatezza. Lo studio ha investigato in particolare sui rimedi avversi il mancato rispetto delle regole di condotta nell'ordinamento tedesco olandese e inglese. La ricerca voleva indagare sulle relazioni tra regole di condotte e norme di diritto privato che regolano la responsabilità contrattuale ed extracontrattuale. Talvolta sono state poste barriere all'applicazione di tali norme.

²⁷¹ O. CHEREDNYCHENKO, *op. loc. cit.*

costituire un ostacolo per i meno abbienti ad intraprendere azioni legali; aspetto che tuttavia può essere mitigato dall'adesione ad azioni collettive risarcitorie o a meccanismi di risoluzione alternativa delle controversie.

È la combinazione di *public* e *private enforcement* che consente di raggiungere i risultati sperati.

Come è stato osservato quindi, è compito dell'interprete verificare se i rimedi generali previsti dal codice civile possano trovare attuazione al fine di assicurare una tutela individuale piena e concreta. Nonostante le norme sulla sostenibilità abbiano una vocazione pubblicistico-amministrativa, volta a regolare il mercato, ciò non esclude l'importanza di proteggere i singoli che da comportamenti di diffusione di informazioni ingannevoli siano lesi.

4. *Private enforcement* del *greenwashing* nell'Unione europea. Il *greenwashing* finanziario connesso al regolamento SFDR: indagine su possibili rimedi ed azioni esperibili

Si è visto quindi che il regolamento *disclosure* non contiene indicazioni sulla responsabilità civile dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari per violazione dei doveri relativi alla sostenibilità. Si è capito però anche che questo non implica una irrilevanza, ma semplicemente un rinvio agli ordinamenti nazionali degli Stati membri, che dovrebbero occuparsi di stabilire norme appropriate..

Scendendo più nel dettaglio, le condotte specifiche di *greenwashing* collegate specificamente ad SFDR si collegano alla violazione degli obblighi informativi contenuti nel regolamento i cui destinatari soggetti sono suddivisi tra partecipanti ai mercati finanziari e consulenti finanziari.

I destinatari degli obblighi informativi, come si è visto, sono una moltitudine variegata. In particolare, imprese del settore bancario e finanziario (imprese di investimento, istituti di credito), assicurativo (imprese di assicurazione, intermediari assicurativi), pensionistico (enti pensionistici aziendali o professionali, c.d. "EPAP", creatori di prodotti pensionistici e fornitori di prodotti pensionistici individuali paneuropei (prodotti denominati "PEPP" dalla normativa eurounitaria che li ha introdotti con apposito

regolamento) e della gestione collettiva del risparmio (“GEFIA”, società di gestione di “OICVM”, “EUVECA” ed EUSEF).

Venendo quindi agli obblighi informative per le categorie di soggetti, è richiesto sia per i partecipanti sia per i consulenti di pubblicare sul sito web la politica sull’integrazione dei rischi di sostenibilità (art 3) e la dichiarazione concernente gli effetti negativi delle decisioni d’investimento sui fattori di sostenibilità (art. 4), oltre che integrare le politiche di remunerazione con informazioni di coerenza con l’integrazione dei rischi di sostenibilità (oltre a pubblicazione su sito web) ed integrare nell’informativa precontrattuale la descrizione dei rischi di sostenibilità (artt. 5-6). Solo per i partecipanti ai mercati finanziari è invece previsto di integrare nell’informativa precontrattuale la spiegazione dei principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità di un prodotto finanziario (art. 7), di integrare l’informativa precontrattuale e le relazioni periodiche (oltre a pubblicazione su sito web) con le caratteristiche ambientali o sociali promosse dal prodotto finanziario (artt. 8, 10 e 11) e integrare l’informativa precontrattuale e le relazioni periodiche (anche qui, oltre a pubblicazione su sito web) con gli obiettivi di investimento sostenibile del prodotto finanziario (artt. 9, 10 e 11).

Prima di addentrarsi nell’indagine sui possibili rimedi avverso le varie pratiche di *greenwashing*, alcune precisazioni sulle direttive metodologiche seguite e sulle esclusioni.

Nell’analisi, si rispetta la distinzione tra *entity* e *product level*. Il livello *entity*, come visto nel precedente capitolo, riguarda l’informativa rivolta al mercato ai sensi degli articoli 3 e 4 SFDR e concernente la trasparenza delle politiche in materia di rischi di sostenibilità e degli effetti negativi per la sostenibilità a livello di soggetto. Il livello *product*, a sua volta, si realizza nei canali dell’informativa precontrattuale, periodica e via *web*. Nel presente lavoro si omette l’analisi dell’ingannevolezza dell’informazione connessa all’informativa periodica. Si analizzano invece alcuni cenni sull’informativa legata al canale web, e ci si concentra sul profilo precontrattuale.

Se la “forma” (dichiarazione attinente alla sostenibilità) è presente e coincide con la sostanza di sostenibilità, si realizza una situazione ottimale, in quanto: a livello di sostenibilità, l’obiettivo di transizione sostenibile viene perseguito coerentemente con gli scopi prefissati; a livello di mercato, ciascun operatore applica le regole vigenti e non si

creano eventuali indebiti vantaggi competitivi; a livello di rapporto tra operatore finanziario e cliente, vi è una condizione di massima trasparenza, perché l'investitore è posto nelle condizioni di avvicinarsi allo strumento finanziario sostenibile comprendendolo appieno per le sue effettive caratteristiche e sulla base di questo decidere a quale operatore affidarsi e su quale prodotto finanziario riporre i propri risparmi.

Raffrontata con questo *optimum* descritto, l'informazione potrebbe essere ingannevole, rispetto alla trasparenza imposta dal regolamento SFDR, secondo significati diversi, presi in considerazione in questa parte dell'elaborato.

Se la "forma" (dichiarazione attinente alla sostenibilità) è presente ma non coincide con la sostanza, che è non sostenibile o meno sostenibile del dichiarato, al fine di ottenere un vantaggio competitivo, si parla di *greenwashing* in senso stretto. Questa condotta in relazione a SFDR può verificarsi se il partecipante al mercato finanziario dichiara che un prodotto realizza un investimento sostenibile quando in realtà non lo fa (il prodotto è dichiarato essere articolo 9 quando in realtà non lo è), oppure (e in questo caso la condotta potrebbe essere integrata anche da un consulente) se i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità non sono stati adeguatamente presi in considerazione. Ciò a sua volta può assumere significati differenti. La fornitura di un'informazione ingannevole riguardante i PAI potrebbe costituire *greenwashing* in senso stretto qualora l'operatore agisse dissimulando la realtà poco sostenibile con affermazioni fuorvianti. Qualora invece, nonostante l'obbligo di considerare i PAI (perché soggetto al *comply*), l'operatore finanziario non effettuasse proprio la dichiarazione, la situazione non parrebbe avvicinabile al *greenwashing* in senso stretto, ma al mero inadempimento di un obbligo informativo.

La deviazione della condotta ideale di trasparenza potrebbe però realizzarsi anche attraverso modalità che non sarebbero definibili *greenwashing* in senso stretto, ma che potrebbero comunque avere una forma di rilevanza.

La situazione speculare a quella di dichiarare un prodotto come falsamente sostenibile è il caso di c.d. *green bleaching*. Ai fini della ricerca, si intenderà con questa espressione quella particolare pratica consistente nel far apparire come prodotti articolo 8, adempiendo ai correlativi obblighi informativi, prodotti che sarebbero classificabili come articolo 9 (in quanto perseguono obiettivi di sostenibilità), che quindi prevederebbero un'informativa differente e più dettagliata. Si potrebbe ipotizzare come ascrivibile allo

stesso *genus* anche il comportamento di chi classifichi come articolo 6 prodotti che nella sostanza sarebbero articolo 8, ma attualmente il fenomeno non risulta essere emerso nella prassi né preso in considerazione dalle autorità e quindi se ne omette l'analisi.

Altra condotta di cui si analizza la qualificazione giuridica è quella relativa a informazioni ingannevoli sui rischi di sostenibilità. In questo caso l'investitore lamenterebbe la sottovalutazione o la completa omissione dell'informativa sui rischi di sostenibilità sul valore dell'investimento. A causa della prospettiva della doppia materialità²⁷² adottata per il regolamento SFDR, il danno patito dal fattore di sostenibilità viene considerato per le sue ripercussioni sul valore dell'investimento.

Comportamenti di informazione ingannevole connesse a SFDR potrebbero quindi generare sia pretese di tipo patrimoniale - se ad essere contestato è il minore ritorno economico dall'investimento per l'effettivo concretizzarsi di un rischio di sostenibilità - sia di tipo non patrimoniale, per la mancata realizzazione di uno scopo sostenibile. In quest'ultimo caso l'investitore potrebbe lamentare una lesione della sua libertà di autodeterminazione (perché la sua decisione di investimento era stata dettata dalla volontà di contribuire alla sostenibilità) o voler contestare di per sé il mancato impatto positivo, "l'occasione persa" negata alla collettività.

Si anticipa che più il danno asserito si avvicina ad essere il comune "danno patrimoniale", più le tradizionali categorie civilistiche, applicate al diritto dei mercati finanziari, possono offrire soluzioni (almeno astrattamente) praticabili di rimedio. Più invece ci si allontana da questo referente, vuoi perché il danno lamentato sia di tipo non patrimoniale, vuoi perché addirittura si pretenda di far valere la lesione non patrimoniale subito da altri, il diritto privato attuale sopperisce alle lacune regolamentari in modo goffo, quando non si rifiuta di intervenire.

5. Il caso di studio: repressione del *greenwashing* connesso a SFDR nel contesto italiano

Un esempio di contenzioso legato al *greenwashing* in Italia, seppur in ambito non finanziario, si è già avuto, con una vicenda giunta dinnanzi al Tribunale di Gorizia.

²⁷²Cfr. C. A. ALHAMOOD-X. HE-J. TIAN-L. WANG-Y. WANG, *The double-materiality concept. Application and issues*, in *Global Reporting Initiative (GRI)*, maggio 2021, sui primi ricorsi proposti da consumatori e concorrenti.

Quest'ultimo ha emesso un'ingiunzione nel 2021 (poi revocata in appello) per far cessare ad un'azienda la messa in commercio di determinati prodotti in microfibra sui quali la stessa azienda avrebbe posto in essere una pratica di *greenwashing* presentandoli erroneamente come al 100 per cento riciclabili quando in realtà non lo erano.

Al contrario, ad oggi non è ancora segnalabile alcun contenzioso in materia di *greenwashing* legato all'applicazione del regolamento SFDR²⁷³. Ciò può essere dovuto ad una molteplicità di fattori, tra cui la continua evoluzione della normativa o la mancata conoscenza della stessa sussistenza di un danno da parte degli investitori o dei concorrenti.

Con riguardo, quindi, a possibili qualificazioni giuridiche del *greenwashing* nel contesto italiano, si ripropone quell'interrogativo, già colto dalla dottrina che si è occupata degli obblighi informativi nei mercati finanziari, se sia possibile sussumere la fattispecie di *greenwashing* in una già prevista da regole generali del contratto o, in alternativa, se convenga distinguere a seconda delle varie fattispecie in un'ottica funzionale.

Il punto di partenza è la molteplicità delle tutele offerte dalle regole settoriali che vanno a «delineare un sistema complesso in cui rimedi di natura diversa sono previsti per ogni ipotesi di violazione di regole da parte dell'intermediario, sia che si tratti di regole di condotta o di regole di trasparenza, sia che si tratti di difetti o vizi del contratto. Convivono, dunque, nell'ordinamento rimedi demolitori e risarcitori, tutele a carattere preventivo e successivo, individuali e collettive, accompagnate da meccanismi di enforcement privatistico e/o pubblicistico²⁷⁴»

Guardando al panorama italiano, il *greenwashing* finanziario collegato al regolamento SFDR potrebbe astrattamente inquadrarsi: in applicazione dei principi generali, come fattispecie che potrebbe dare luogo a responsabilità oppure invalidità; nell'ambito di pratica commerciale scorretta, la fattispecie potrebbe rilevare anche ai sensi del Codice del Consumo (D. Lgs. 206/03)²⁷⁵; come ipotesi di pubblicità ingannevole, ai sensi del Codice di Autodisciplina della Comunicazione Commerciale; nella normativa sulla

²⁷³ F. CHIAVES-E. FERRERO-P. ORLANDI, *Greenwashing e nuova class action. Uno strano binomio incombe sul settore bancario?*, in *Dirittobancario online*, 28 Novembre 2022.

²⁷⁴ M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Rivista di diritto bancario – supplemento fascicolo I*, 2020, p. 147.

²⁷⁵ F. PALAZZINI, *"Greenwashing" nelle comunicazioni pubblicitarie e la rilevanza come atto di concorrenza sleale* in *Rivista Giuridica Ambiente*, p. 935.

concorrenza sleale (2598, terzo comma, c.c.), secondo la quale il giudice può ordinare di inibire l'atto (art. 2599 c.c.) e accordare un risarcimento dei danni (2600 c.c.).

6. La responsabilità dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari per mancata, inesatta o falsa informativa ai sensi dell'art. 6 SFDR. Natura giuridica

Il Regolamento SFDR, come si è avuto modo di osservare, stabilisce obblighi relativi all'informativa precontrattuale da rendere nel corso delle trattative o nella formazione del contratto, sia esso di investimento o di consulenza²⁷⁶.

L'articolo 6 SFDR (rubricato "Trasparenza dell'integrazione dei rischi di sostenibilità") tra le previsioni che potrebbero dare luogo a responsabilità, rientra senz'altro il caso in cui le informazioni relative ai rischi di sostenibilità relative all'investimento siano mancanti, inesatte o false.

Ai sensi di questo articolo gli operatori finanziari (espressione con cui si intendono sia i partecipanti ai mercati finanziari sia i consulenti finanziari) devono includere nell'informativa precontrattuale:

1. se non ritengono rilevanti i rischi di sostenibilità, una spiegazione chiara e concisa a riguardo;
2. se ritengono rilevanti i rischi di sostenibilità la descrizione:
 - i) del modo in cui tali rischi sono integrati nelle loro decisioni di investimento o consulenza;
 - ii) dei risultati della valutazione dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari che rendono disponibili o su cui forniscono la consulenza.

Per rischio di sostenibilità, come si è avuto modo di osservare, si intendono tutti gli eventi o condizioni ambientali sociali o di *governance* che se si verificassero potrebbero incidere negativamente sul valore dell'investimento finanziario. Tali rischi rilevano, quindi, perché possono diminuire il ritorno economico atteso dall'investimento. A questo riguardo, la dichiarazione di non ritenere rilevanti i rischi potrebbe danneggiare l'investitore se poi tali rischi si verificano. Nel caso in cui sia scelto di non divulgare detti

²⁷⁶ R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021, p. 185.

rischi, si tratterebbe di omissione informativa; in presenza di informativa inesatta, di informazione ingannevole.

Come visto, l'articolo 7 prevede la relazione inversa, ossia l'effetto sugli obiettivi di sostenibilità. Viene infatti richiesta una "Trasparenza degli effetti negativi per la sostenibilità a livello di prodotto finanziario" che impone, solo per i partecipanti ai mercati finanziari:

1. se non considerano i principali effetti negativi (PAI) delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità occorre una dichiarazione e una spiegazione motivata al riguardo (*explain*);
2. se considerano i PAI, in che modo il prodotto finanziario li prende in considerazione

Anche l'articolo 8 e l'articolo 9 (rispettivamente "Trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali nell'informativa precontrattuale" e Trasparenza degli investimenti sostenibili nelle informazioni precontrattuali) prevedono disposizioni che si applicano solo ai partecipanti ai mercati finanziari. Il primo (art. 8) stabilisce che quando il prodotto promuove caratteristiche ambientali o sociali o una loro combinazione debbano essere fornite informazioni su come tali caratteristiche siano rispettate, e, qualora sia designato un indice, informazioni sul modo in cui l'indice è coerente con queste caratteristiche. Nelle informazioni ai sensi dell'articolo 6 i partecipanti al mercato includono anche la metodologia per il calcolo degli indici. Il secondo (art. 9) informazioni riguardanti l'indice di investimento in relazione all'obiettivo (riguarda i prodotti *dark green*).

Per sussumere le condotte violative delle sopra citate disposizioni all'interno delle già vigenti disposizioni civilistiche nell'ordinamento italiano occorre selezionare quelle che appaiono più rilevanti per l'analisi.

Partendo quindi dal *greenwashing* finanziario connesso al regolamento SFDR, si tratta di una condotta che ha l'effetto di trarre in inganno un investitore circa un attributo di sostenibilità di un prodotto finanziario contenuto nell'informativa precontrattuale e che può rilevare da molteplici punti di vista: patrimoniale, se l'investitore riporta un danno patrimoniale; patrimoniale, se è un concorrente di chi ha diffuso l'informazione ingannevole a riportare un danno concorrenziale; non patrimoniale se l'investitore con aspirazioni di sostenibilità vede lesa questa aspirazione.

Di queste possibili configurazioni, l'unica davvero propria è l'ultima, in quanto le prime due, pur presentando caratteri innovativi per il tipo di obbligo informativo violato, si inseriscono in dibattiti consolidati (ma non sopiti).

Ci si riferisce alla *querelle* sulla qualificazione giuridica di quei «comportamenti che costringono o inducono un soggetto a scelte e determinazioni diverse da quelle cui si sarebbe spontaneamente orientato» ascrivibili ad una condotta della controparte negoziale²⁷⁷». In altri termini, alla lesione del diritto all'autodeterminazione negoziale.

7. La responsabilità dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari per mancata, inesatta o falsa informativa ai sensi dell'art. 6 SFDR come violazione di obbligo informativo precontrattuale nel settore dei mercati finanziari

In presenza di *greenwashing* avvenuto nella fase precontrattuale potrebbero ipotizzarsi principalmente i seguenti rimedi: il risarcimento del danno e/o l'invalidità del contratto per nullità o annullabilità dello stesso.

Si analizza prima il rapporto tra risarcimento e nullità.

Per affrontare il tema, occorre premettere uno sfondo teorico, ossia la distinzione tra violazione di regole di comportamento contrapposte a regole di validità o di fattispecie. Intanto, solo la violazione di queste ultime, secondo un'importante sentenza a Sezioni Unite del 2007, può dare luogo a nullità ex art 1418 comma 1, mentre le prime non determinerebbero mai questo effetto, anche se imperative²⁷⁸.

Nella complessa tematica degli obblighi informativi nel settore dei mercati finanziari, il punto di arrivo di contrasti dottrinali e giurisprudenziali è costituito da un'importante pronuncia della Cassazione²⁷⁹, che ha statuito, come è stato efficacemente riassunto dalla dottrina che «la violazione di norme imperative che stabiliscono regole di condotta genera, in linea di massima, responsabilità e non nullità e che il rimedio risarcitorio è il più adatto per l'ipotesi di violazione degli obblighi informativi, di trasparenza e anche nel

²⁷⁷ M. BARCELLONA, *Responsabilità extracontrattuale e vizi della volontà contrattuale*, in www.judicium.it, p. 1.

²⁷⁸ V. ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2011, p. 702-703.

²⁷⁹ Cass. civ. n. 26724/2007. Cfr. tra gli altri M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009, p. 44 e ss.

caso di conflitto di interessi nella distribuzione di servizi e prodotti finanziari²⁸⁰». Se la violazione dei rimedi di informazione avviene nella fase precontrattuale, il rimedio è il risarcimento del danno in quanto si registra una violazione di regole di comportamento; i rimedi sono invece quelli della responsabilità contrattuale e risoluzione se le violazioni avvengono dopo la conclusione del contratto. Raramente, quindi, aderendo a questa ricostruzione, al di fuori dei casi di violazione di norme imperative riguardanti il contenuto del contratto, la fattispecie potrebbe essere inquadrata nella nullità per violazione di norme imperative di cui all'art. 1418 comma 1 c.c.

La citata sentenza riprendeva l'orientamento di una precedente decisione, la n. 19024/05²⁸¹, con cui si era «escluso che l'inosservanza degli obblighi informativi stabiliti dall'art. 6 della legge n. 1 del 1991 comportasse nullità», perché «quegli obblighi informativi riguardano elementi utili per la valutazione della convenienza dell'operazione e la loro violazione non dà luogo a mancanza del consenso, e perché la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative postula una violazione attinente ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, relativi alla struttura o al contenuto del contratto, e non invece all'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative ovvero in fase di esecuzione, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista anche in riferimento a dette ipotesi». Nell'ordinanza della prima sezione rimettente alle Sezioni Unite del 2007, invece, si era sollevato il dubbio che quell'orientamento non fosse più coerente con altre decisioni della stessa Cassazione, che avevano «ravvisato ipotesi di nullità c.d. virtuale [in alcuni casi di] violazione di norme imperative concernenti la fase precontrattuale o le modalità esecutive del rapporto contrattuale²⁸²». Il «tradizionale principio di non interferenza delle regole di comportamento con quelle di validità» sarebbe stato poi incrinato da interventi legislativi volti ad assegnare rilievo al «comportamento contrattuale delle parti anche ai fini della validità del contratto, come per esempio l'art. 9

²⁸⁰ M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, cit., p. 148.

²⁸¹ Cass. civ. n. 19024/2005 ha ritenuto che la responsabilità per violazione dei doveri precontrattuali, per esempio informativi, può estendersi ai casi in cui il contratto sia valido ed efficace, anche se pregiudizievole per la vittima a causa della scorrettezza di controparte.

²⁸² Cass., S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725.

della legge n. 192 del 1998, in tema d abuso di dipendenza economica nei contratti di subfornitura di attività produttive²⁸³».

Una volta ascritta la condotta di *greenwashing* nel perimetro della responsabilità precontrattuale, resterebbe da chiarire il regime concretamente applicabile.

Tale tipo di responsabilità, infatti, trova riferimento codicistico all'art. 1337 del Codice civile, il quale stabilisce l'obbligo di comportarsi secondo buona fede nella fase delle trattative e della formazione del contratto (e, in ambito finanziario, ascrivibile al dovere di comportarsi secondo diligenza e correttezza di cui al. 21 T.U.F²⁸⁴), ma ha una natura giuridica controversa, ascrivibile per alcuni alla disciplina contrattuale, in particolare da contatto sociale qualificato, per altri extracontrattuale²⁸⁵.

²⁸³ Cass., S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725, p. 3.

²⁸⁴ R. ROLLI, *op. cit.*, p. 186.

²⁸⁵ Per inquadrare correttamente il tema delle possibili alternative per la violazione delle regole di informativa ai sensi di SFDR occorre premettere cenni sulla disciplina delle responsabilità esistenti nell'ordinamento italiano. La responsabilità contrattuale trova referente normativo nell'articolo 1218 e sussiste in caso di inadempimento. Malgrado l'espressione (responsabilità contrattuale) fanno parte di questa categoria anche forme di responsabilità non strettamente correlate al contratto come quella derivante da altri atti o fatti rilevanti secondo l'ordinamento giuridico. La disciplina in caso di inadempimento dell'obbligazione è stabilita dal medesimo art. 1218 c.c. che sancisce la responsabilità del debitore per non aver adempiuto (sia esso un inadempimento parziale o totale) o per aver adempiuto con ritardo, a meno che non provi che l'inadempimento o il ritardo siano determinati da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile. Rispetto a quella extracontrattuale, la disciplina della responsabilità contrattuale è più favorevole per il creditore, in quanto questi, a seguito di una rilevante sentenza a Sezioni Unite del 2001, è tenuto a provare la fonte del rapporto, ma può limitarsi ad allegare l'inadempimento. Questo sia perché sarebbe estremamente complesso fornire la prova di un fatto negativo (l'inadempimento di controparte), sia per il principio di persistenza del diritto, in virtù del quale il diritto si asserisce persistente sino a quando non intervenga una causa estintiva dello stesso. Inoltre il termine di prescrizione è quello ordinario decennale e non occorre dare prova della colpa, che rileva solo *ex post* ai sensi art. 1256 per estinguere l'obbligazione se la prestazione sia divenuta impossibile per una "causa non imputabile al debitore", ovvero senza sua colpa. Tale schema è anche definito di "responsabilità contrattuale", perché il contratto è la fonte di obbligazione più diffusa, anche se sono soggetti a questa disciplina anche l'inadempimento di obbligazioni derivanti da gestione di affare e ripetizione dell'indebito.

La "responsabilità contrattuale" si contrappone quindi alla responsabilità extracontrattuale, di cui all'art. 2043 c.c., in assenza di un previo rapporto tra le parti e basata sul principio del *neminem laedere* ovvero sul principio di rispetto dell'altrui sfera giuridica. Tale forma di responsabilità è nel complesso meno favorevole per il danneggiato in quanto il termine di prescrizione è quinquennale, la prova della colpa incombe sul danneggiato, così come la prova del fatto illecito. Vi sono ulteriori differenze in tema di risarcimento del lucro cessante e dei danni imprevedibili, oltre che nella disciplina che riguarda gli ausiliari, disciplinata da due articoli differenti, il 1228 e il 2049.

La responsabilità precontrattuale, invece, trova riferimento nell'articolo 1337 e riguarda la fase delle trattative che precedono la conclusione del contratto. È una forma di responsabilità da contatto sociale qualificato in quanto i soggetti coinvolti nella trattativa non sono più un *quisque de populo* l'uno all'altro ed eventuali risarcimenti/indennizzi sono dovuti in virtù dell'affidamento riposto.

Da tempo la dottrina - in particolare, in Italia, a partire dalle riflessioni di Castronovo - si è interrogata sulla necessità di una categoria intermedia, una "zona grigia tra contratto e torto", sussistente quando, pur in assenza di un contratto tra le parti, vi sia una relazione giuridica particolarmente forte in grado di generare obbligazioni. In tali casi, secondo i fautori della teoria del contatto sociale, sarebbe ingiusto sottoporre alla

medesima disciplina che si applica quando i soggetti non hanno alcun tipo di relazione tra di loro (quella extracontrattuale) e pertanto si ritiene che il contatto tra soggetti “qualificato” sia fonte di obblighi di protezione che, se inadempiti, generano responsabilità ex art. 1218 c.c. La giurisprudenza ha in parte accolto questa ricostruzione, ravvisando ipotesi di contatto sociale qualificato tra l’insegnante e l’alunno, quando questo si sia autoprocurato un danno. In ipotesi quale quella descritta, infatti, mentre sussiste un contratto tra istituto scolastico e genitori dell’alunno, non lo stesso può dirsi per l’insegnante, che è legato sì da contratto, ma con l’istituto, non direttamente con i genitori dell’alunno, né tantomeno con lui. Si ritiene quindi che la particolare situazione di cura e custodia che connota la relazione insegnante-allievo, sia tale da produrre obblighi di protezione in capo al primo, con una peculiare ipotesi di obbligazione pur in assenza di prestazione. Contatto sociale si avrebbe quindi quando un soggetto, nel voler perseguire uno scopo, affida un bene della vita alle cure e attenzioni di un altro, generando in quest’ultimo un affidamento.

La categoria dogmatica del contatto sociale divide gli interpreti. I suoi sostenitori argomentano la necessità di tale istituto partendo da ragioni di giustizia sostanziale e vi trovano supporto normativo nella clausola generale di buona fede prevista dal Codice civile e nel dovere di solidarietà sociale di cui all’articolo 2 Cost. Affermano che non vi siano ostacoli al riconoscimento dell’atipicità delle fonti di obbligazione, che, a differenza dei modi di acquisto della proprietà che sono tassativi ex art. 42 Cost., ben possono essere ulteriori rispetto a quelle previste dalla legge. A supporto di ciò si citano sia la lata formula utilizzata dall’art. 1173 “in conformità dell’ordinamento giuridico”, sia una norma contenuta nelle disposizioni di attuazione del Codice civile. La categoria avrebbe inoltre il pregio di concretizzare la di per sé vaga clausola generale della buona fede che permea la disciplina delle obbligazioni e dei contratti. Gli stessi sostenitori individuano una disposizione normativa a supporto nell’articolo 1337 c.c., dettato per trattative che precedono la conclusione del contratto. Si afferma infatti che la sussistenza di un dovere, un’obbligazione, pur in assenza di contratto, si spiega proprio per la relazione qualificata che esiste tra le parti coinvolte nella trattativa. Il successivo articolo 1338, poi, non sarebbe altro che un’ipotesi tipizzata di obbligazione da contatto sociale qualificato. L’articolo 1337 sarebbe dunque espressione di un principio generale e la norma sarebbe suscettibile di applicazione analogica.

I detrattori della categoria, invece, non individuano, a monte, la necessità di una “terza via” nel nostro ordinamento. Questo perché mentre nel sistema tedesco, dove la riflessione è nata, l’illecito extracontrattuale è tipico, non lo stesso è in Italia. In altre parole, mentre in Germania il ricorso alla categoria è servito per superare la rigidità della tipicità degli illeciti volendo offrire tutela a ulteriori ipotesi non tipizzate, nell’ordinamento italiano, dove “qualunque fatto doloso o colposo” può essere fonte di obbligazione, non sarebbe opportuno creare una ulteriore categoria, che non avrebbe altro effetto se non quello di creare maggiore confusione e incertezza applicativa.

Per quanto concerne la disciplina giuridica, è evidente il distacco dalla responsabilità extracontrattuale, proprio perché la funzione dell’istituto è sottoporre alla disciplina di cui all’art. 1218 rapporti che altrimenti sarebbero soggetti alla disciplina di cui all’art. 2043, con le sopra citate differenze.

In realtà, il distacco è presente anche rispetto alla responsabilità contrattuale. Gli obblighi di protezione, infatti, non sono supportati da azione di adempimento. Il soggetto che ne lamenta la violazione non può quindi agire per ricevere la protezione della sua sfera giuridica, ma può agire soltanto se asserisce la violazione di questi doveri. Si configura una sorta di “interesse negativo” a che non sia violato il dovere di protezione. Rimane tuttavia la possibilità di agire per il risarcimento in forma specifica 2058 c.c.

Quanto agli indici individuati per aversi contatto sociale, la giurisprudenza ne aveva individuati alcuni con riferimento al rapporto paziente – medico operante in una struttura, ritenuta ipotesi di contatto sociale, tra cui: la medesimezza della prestazione offerta dal sanitario con o senza contratto; l’assenza di contratto; l’esecuzione effettiva della prestazione. Il principale indice viene spesso individuato nello status rivestito dal soggetto tenuto all’obbligo di protezione, ad esempio la sua particolare professionalità: sarebbe proprio questa, infatti, a generare quell’affidamento meritevole di tutela. Secondo altri, invece, questo solo elemento risulta insufficiente per mutare il regime di responsabilità e si osserva che a creare davvero il contatto sociale è l’inserimento del soggetto all’interno di una struttura organizzativa. Un esempio era tipicamente offerto proprio dal rapporto tra paziente, risultato danneggiato, e medico curante che operasse all’interno di una struttura sanitaria. Questo però prima della novella legislativa operata dalla Legge Gelli – Bianco che ha esplicitamente ricondotto tale responsabilità a quella extracontrattuale.

Altri esempi di contatto sociale attualmente presenti sono offerti: dall’art. 1718 in tema di mandato, da una disposizione in tema di contratto di lavoro, da una fattispecie prevista dal r.d. 1933 con riguardo agli assegni bancari, alla responsabilità per false informazioni connesse al prospetto informativo. Parte della recente giurisprudenza ha poi fatto riferimento alla categoria per descrivere i rapporti tra privato cittadino

L'orientamento contrattuale si basa sul fatto che la responsabilità precontrattuale servirebbe a tutelare un obbligo di buona fede che si creerebbe tra le parti per l'avvio delle trattative tra di esse. La conseguenza della violazione del dovere comporterebbe un vero e proprio inadempimento, e il bene leso sarebbe l'interesse positivo all'esecuzione della prestazione che sarebbe stata dovuta secondo il contratto. Questa teoria si basa a sua volta su quella del contatto sociale qualificato. Negli ultimi anni, infatti, si è assistito ad un'evoluzione giurisprudenziale intorno al concetto di buona fede ancorato al concetto di solidarietà sociale di cui all'art.2 Cost. La buona fede sarebbe da intendersi non solo in senso soggettivo, bensì in senso oggettivo, imponendo una regola di comportamento. Si potrebbe osservare che in effetti in questo caso sussistono gli estremi che dottrina e giurisprudenza considerano necessari per integrare il contatto sociale, ovvero la disparità tra le parti e l'affidamento che una ripone nei confronti dell'altra, a seguito dei quali sorgerebbe un obbligo di protezione, rilevante ex art 1337 e 47 Cost²⁸⁶.

Secondo l'orientamento extracontrattuale, invece, l'interesse sarebbe quello a non essere coinvolto in trattative inutili o a non stipulare contratti in qualche modo viziati e, quindi, ascrivibile ad un generico *neminem ledere*. Di conseguenza l'interesse tutelato è quello "negativo" a "non contrarre" un negozio difettoso cioè invalido o inefficace oppure trattative inconcludenti. Quindi la responsabilità precontrattuale deriverebbe dalla lesione dell'altrui libertà negoziale²⁸⁷. Al di fuori delle ipotesi tassativamente previste di obbligo informativo, non si potrebbe imporre ai consociati di informare il prossimo.

In passato la Cassazione era maggiormente orientata sulla tesi della responsabilità extracontrattuale, con le relative conseguenze in termini di onere della prova e prescrizione. Prevale invece attualmente la tesi della disciplina della responsabilità contrattuale, sulla scorta della considerazione per cui l'art. 1218 non regola soltanto

e Pubblica amministrazione, proprio a causa dell'affidamento che il cittadino ripone nel corretto svolgersi del procedimento da parte dell'amministrazione.

Sul contatto sociale qualificato cfr. 154 Cass., 22 gennaio 1999, n. 589, in *Corr. giur.*, 1999, p. 441 ss. 155, C. CASTRONOVO, *Tra contratto e torto. L'obbligazione senza prestazione*, in *Scritti in onore di L. Mengoni*, Milano, Giuffrè, 1995, vol. I, pp. 148 ss., in *La nuova responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 2006, pp. 443 ss.; A. DI MAJO, *L'obbligazione senza prestazione approda in Cassazione*, in *Corr. giur.*, 1999, p. 441. R. ROLLI, *op. loc. cit.*, p. 188.

²⁸⁶ R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, cit., p. 188.

²⁸⁷ A favore dell'una o dell'altra tesi possono rispettivamente citarsi Cass. 6 marzo 2015 n. 4628 (responsabilità contrattuale) e Cass 3 ottobre 2019, n. 23738 (responsabilità extracontrattuale). La tesi del rispetto dell'altrui libertà negoziale è di C.M. BIANCA, *Diritto civile, III, Il contratto*, Milano, 2000, p. 157.

l'inadempimento dell'obbligazione da contratto ma di qualsiasi obbligazione. Avvalorata questa interpretazione la collocazione dell'art. 1218 nella parte del codice dedicata alle obbligazioni in generale. Ne consegue che il termine di prescrizione è quello decennale e l'onere della prova sia più favorevole all'investitore rispetto a quello della responsabilità extracontrattuale, poiché l'investitore deve limitarsi ad allegare l'inadempimento o inesatto adempimento dell'obbligo di informazione, mentre grava sul partecipante al mercato finanziario o sul consulente finanziario la prova dell'esatto adempimento o la causa di giustificazione che rende la causa dello stesso a loro non imputabile. Questa qualificazione è rispondente con il fine sotteso al Regolamento SFDR di colmare l'asimmetria informativa delle parti e la tutela dell'investitore, oltre che essere coerente, come osservato dalla dottrina, con il principio della "vicinanza della prova", per cui l'onere probatorio grava sulla parte che maggiormente è in contatto con la fonte di prova. In questo caso, è il partecipante al mercato finanziario che dispone di maggiori informazioni per valutare la rilevanza dei rischi di sostenibilità.

Di recente, la Cassazione nuovamente a Sezioni Unite si è espressa, con riguardo alle *claims made*, aderendo alla qualificazione in termini di contatto sociale qualificato, affermando che fosse «scolpita nel sistema più generale la necessità che, nella fase precontrattuale, il contatto tra le parti, in quanto qualificato dall'affidamento reciproco e dallo scopo perseguito, sia improntato, alla stregua del formante normativo di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c. e art. 2 Cost., al rispetto degli obblighi di buona fede, di protezione e di informazione (Cass., 12 luglio 2016, n. 14188), che, nella specie (e, segnatamente, quelli informativi), devono tendere alla trasparenza ottimale dei contenuti negoziali predisposti, così da consentire alla controparte di rappresentarsi al meglio portata e convenienza degli effetti contrattuali».

Quanto invece ai rapporti tra annullabilità²⁸⁸ e risarcimento del danno, è bene premettere che, dal punto di vista dell'elemento soggettivo, la condotta violativa degli

²⁸⁸ Dottrina e giurisprudenza, nel tempo, non sono state particolarmente inclini ad inquadrare la violazione degli obblighi informativi in termini di annullabilità. Come è stato osservato, le ragioni che possono aver condotto a scartare l'invalidità per annullamento nell'ipotesi di violazione di obblighi informativi nei mercati finanziari sono diverse, ascrivibili ora all'orientamento diffuso per il quale il semplice silenzio non possa integrare il dolo richiesto per l'azione di annullamento, la difficoltà di provare l'essenzialità e la riconoscibilità dell'errore in un processo, ora al disfavore per la logica della fattispecie, che sottende la disciplina delle invalidità, a favore della logica dell'effetto che affida all'interprete, spesso

obblighi informativi di cui all'art. 6 potrebbe consistere: nel valutare di non rendere noto un rischio di sostenibilità, che pure era rilevante, e che procura un danno patrimoniale animati dall'intento di frodare l'investitore (dolo); nel valutare di non rendere noto un rischio di sostenibilità che pure era rilevante e che procura un danno patrimoniale per negligenza, più o meno grave (colpa). Nella teoria dei vizi della volontà, poi, si distingue tra vizi che originano all'interno della sfera della parte protetta, ossia l'errore, e vizi che originano nella sfera di controparte, ossia violenza e dolo. La distinzione è rilevante perché in questi ultimi casi, oltre all'annullamento, la vittima della violenza o del dolo ha diritto anche a chiedere il risarcimento del danno²⁸⁹. Tralasciando l'ipotesi della violenza e concentrandosi su quella di dolo, la scorrettezza sanzionata è qui consistente nel determinare la causa di invalidità; anche se, a ben vedere, l'effetto è comunque quello di un errore, indotto. Diverso è l'errore in senso stretto, che sussiste quando l'errore, è, oltre che essenziale, riconoscibile o riconosciuto dalla controparte non in errore, ma in cui l'altra parte è caduta spontaneamente.

Attingendo alla disciplina dell'annullabilità si può distinguere tra inganno intenzionale e inganno involontario. L'inganno intenzionale (dolo) è sostenuto dalla coscienza e volontà di ingannare la controparte al fine di indurla a concludere il contratto. Non sarebbe dolo in senso civilistico, tale da produrre l'annullamento del contratto l'inganno dovuto a colpa, involontario. Tale interpretazione sarebbe dovuta all'identificare il raggiri civile con gli elementi costitutivi della truffa, reato doloso previsto dal codice penale.

Altra prospettiva ritiene che possano rilevare anche i raggiri colposi a partire da una lettura estensiva dell'art. 1892 del Codice civile. Infatti questa disposizione, in materia di contratto assicurativo, prevede che possano essere idonee a fondare un'azione di annullamento inesattezza e reticenze dipendenti da colpa grave.

Ad ogni modo, l'articolo 2043 c.c., per fondare il rimedio (meno invasivo) del risarcimento del danno, richiede la mera colpa (anche lieve). Secondo parte della dottrina occorrerebbe comunque circoscrivere il rimedio dell'annullamento ai casi «che davvero

il giudice, il compito di trovare il rimedio più adatto al caso di specie. Così M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, cit., p. 148.

²⁸⁹ V. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 826-827.

lo meritano», tra cui quelli in cui «l'inganno colposo proviene da chi si presenta come professionista della materia contrattuale, e non come laico: o scaturisce da comportamenti commissivi (una falsità detta) piuttosto che omissivi (una verità taciuta)²⁹⁰».

La Suprema Corte ha propeso per l'opinione che la violazione di obblighi informativi nella «fase precontrattuale (artt. 1337 e 1338 c.c.) [rilevi] anche in ipotesi di contratto validamente concluso, allorquando si accerti che la parte onerata abbia omissivo, nella fase delle trattative, informazioni rilevanti che avrebbero altrimenti, con un giudizio probabilistico, indotto ad una diversa conformazione del contratto stesso (Cass., 23 marzo 2016, n. 5762). Tanto a prescindere dalla eventualità stessa che la condotta scorretta abbia potuto dar luogo ad un vizio del consenso (art. 1427 c.c.), con tutte le relative conseguenze anche in termini di annullabilità del contratto ovvero di ristoro dei danni nell'ipotesi di dolo incidente (art. 1440 c.c.). Sicché, il rimedio risarcitorio al quale potrà aspirare il contraente pregiudicato (nell'ottica, che va ribadita, della separazione tra regole di condotta, che attengono alla dinamica del rapporto, e regole di validità o di struttura, come delineata da Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e ripresa anche dalla citata sentenza n. 9140 del 2016²⁹¹) dovrà essere in grado di far conseguire ad esso un effettivo ristoro del danno patito, commisurabile all'entità delle utilità che avrebbe potuto ottenere in base al contratto correttamente concluso²⁹²».

Questa pronuncia ha fatto applicazione della teoria dei “vizi incompleti” del contratto, la quale sostiene il rilievo “di per sé” della scorrettezza, anche se questa non si traduce in rescindibilità o annullamento (squilibrio *infra dimidium*, o reticenza informativa che non si è tradotta in un dolo), con un sindacato più pregnante del giudice sull'equilibrio

²⁹⁰ V. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 766-767.

²⁹¹ Le pronunce del 2007 volevano essere un punto di arrivo ma non tutta la giurisprudenza successiva si è ad esse attenuta. Nonostante il notevole consenso dottrinale e giurisprudenziale sui principi individuati, è ancora dibattuto l'ambito applicativo della nullità virtuale per violazione di norme imperative. Da ultimo le Sezioni Unite n. 41994 del 2021 si sono occupate della sorte dei contratti stipulati a valle di intese anti-concorrenziali nulle.

²⁹² Cass., S.U. 24 settembre 2018, n. 22437 in tema di clausole *claims made*. L'orientamento tradizionale collegava la fattispecie della lesione dell'autodeterminazione negoziale con tutele demolitorie, annullabilità e rescissione in applicazione della disciplina prevista dall'art. 1338 c.c. e il risarcimento del danno sarebbe stato eventuale, solo in presenza delle condizioni di accesso alle azioni di invalidità. Nel tempo, tuttavia, sono emersi diversi orientamenti che, da un lato, ritengono sempre ammissibile l'alternativa tra esperimento dell'azione di annullamento o rescissione e quella volta a ottenere il risarcimento del danno e, dall'altro lato, hanno conferito rilievo autonomo alla lesione della libertà negoziale anche a prescindere dall'integrazione di ipotesi di vizi della volontà, in entrambi i casi collegando la fattispecie alla responsabilità extracontrattuale di cui all'art. 2043, così M. BARCELLONA, *Responsabilità extracontrattuale e vizi della volontà contrattuale*, cit., p. 2.

contrattuale, che troverebbe spazio anche in presenza di un contratto pienamente valido ed efficace. Si parte dall'assunto che gli articoli 1337 e 1338 non prevedano delle ipotesi tipiche di obblighi informativi, ma che siano valide in generale, e quindi si supera quella distinzione tra regole di validità e regole di comportamento, in una chiave di tutela del contraente. La Cassazione stessa ha affermato che se il contratto è valido ed efficace ma sconveniente, il risarcimento deve essere "ragguagliato al minor vantaggio o al minor aggravio economico determinato dal contegno sleale di una delle parti". Taluni conducono questi comportamenti ai raggiri di cui all'articolo 1440; secondo altri avrebbero un ambito applicativo molto più ampio. L'innovatività della tesi sta nel fatto che alla violazione di semplici regole di comportamento consegue una violazione degli obblighi di informazione e buona fede che a sua volta dà vita alla responsabilità precontrattuale di colui che ha posto in essere le condotte. Dovrebbe qui essere risarcito un "interesse positivo virtuale", ossia la differenza tra l'utilità economica ricavabile dal contratto effettivamente concluso, e il diverso e più vantaggioso contratto che sarebbe stato concluso in assenza dell'altrui scorrettezza²⁹³.

8. (segue) Quantificazione del danno nella responsabilità precontrattuale da *greenwashing* finanziario

Guardando invece alla quantificazione del danno, il *quantum* equivale alla differenza tra quanto pagato dall'investitore e il "valore residuo dei prodotti finanziari acquistati ai quali può sottrarsi però somma conseguibile alla luce dell'andamento del mercato liquidando tempestivamente l'investimento²⁹⁴".

In generale, nelle azioni di danno promosse dagli investitori nei confronti dell'emittente, o di altro soggetto responsabile in caso di false informazioni sui mercati finanziari, si presume il nesso di causalità tra informazione inesatta e danno di cui si chiede il risarcimento, a meno che l'informazione inesatta non sia del tutto marginale. Il convenuto può dare però la prova contraria, ossia dimostrare che anche se avesse conosciuto il vero stato delle cose avrebbe comunque effettuato l'investimento dannoso. Peraltro, se la violazione dell'obbligo di informazione fosse marginale, l'investitore avrebbe comunque la possibilità di dimostrare che per qualche motivo particolare ha fatto

²⁹³ V., tra gli altri, M. MANTOVANI, *Vizi incompleti e rimedio risarcitorio*, Torino, 1995.

²⁹⁴ Cass. Civ., Sez. I, 14 giugno 2018, n. 15707.

affidamento proprio su quella informazione al fine di acquistare le azioni a quel prezzo di mercato²⁹⁵.

Il risarcimento del danno che può essere chiesto per violazione di obblighi informativi è pari al “minor vantaggio o al maggior aggravio economico” causato dalla violazione. In altri termini, l’investitore può chiedere di essere messo, a livello patrimoniale, nella stessa situazione in cui si sarebbe trovato se avesse conosciuto come stavano veramente le cose. Il danno risarcibile consiste nel «minor vantaggio o al maggior aggravio economico», perché l’investitore ha diritto alla tutela del suo “interesse negativo”, e non quello positivo. In altri termini, potrebbe richiedere di «essere messo nella posizione in cui si sarebbe trovato se fosse stato noto il vero stato delle cose [non potendo pretendere di trovarsi nella stessa situazione in cui] si sarebbe trovato se la falsa rappresentazione della realtà fosse vera²⁹⁶».

Quand’anche si ammettesse una responsabilità per le condotte sopra viste, resterebbe il problema della concreta quantificazione del danno sarebbe impresa ardua. Potrebbe allora sopperire la valutazione equitativa.

Questa non attiene all’*an*, bensì al *quantum* della risarcibilità. Il criterio chiude il sistema, qualora la base del danno non sia stata preventivamente fissata dalla legge, oppure non sia stata stabilita dai contraenti oppure ancora se il danno non possa essere provato nel suo preciso ammontare²⁹⁷.

Il giudizio equitativo è svolto dal giudice di merito temperando vari fattori che incidono sul danno. Si prevede un intervento secondo equità del giudice anche all’articolo art. 2056, comma 1, specificato, nel comma 2 della medesima disposizione: «Il lucro cessante è valutato dal giudice con equo apprezzamento delle circostanze del caso», norma che sarebbe estensibile all’area dell’inadempimento contrattuale²⁹⁸. Aderendo quindi alla tesi della responsabilità precontrattuale da contatto sociale qualificato, la valutazione equitativa sarebbe applicabile ex 1226 c.c., aderendo a quella extracontrattuale, ai sensi dell’art. 2056 c.c.

²⁹⁵ G. AFFERNI, *Causalità e danno nella responsabilità civile per false informazioni sui mercati finanziari: il caso Italease*, in *Le Società*, 2015, n. 7, p. 849.

²⁹⁶ G. AFFERNI, *op. cit.*, p. 849. V. Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024. Importante punto di riferimento è l’opera di M. MANTOVANI, *Vizi incompleti e rimedio risarcitorio*

²⁹⁷ U. BRECCIA, *Le obbligazioni*, in *Tratt. Iudica, Zatti*, Milano, 1991, p. 653.

²⁹⁸ G. VISINTINI, *Risarcimento del danno*, in *Tratt. Rescigno*, 9, I, Torino, 1984, p. 218.

Presupposti della valutazione equitativa sono due: la certezza sull'esistenza del danno in sé; l'incertezza non altrimenti eliminabile (per la presenza di lacune nell'istruttoria non diversamente risolvibili) sulla valutazione dell'entità del danno nel suo preciso ammontare.

Tale valutazione non può però sopperire all'inerzia del danneggiato, ossia ad una mancanza probatoria da parte sua, ossia se costui, pur avendone la possibilità, ometta di provare elementi utili per la determinazione del danno. La giurisprudenza equipara l'estrema difficoltà nel fornire la prova del danno sulla base di elementi oggettivi all'impossibilità²⁹⁹.

9. Responsabilità dei partecipanti al mercato e dei consulenti finanziari da *greenwashing* in senso stretto: informazioni ingannevoli sull'impatto di sostenibilità del prodotto

Resta da analizzare il problema se possano integrare responsabilità, diversamente dai casi di pregiudizio patrimoniale direttamente patito dall'investitore: la violazione delle regole sull'informativa sui principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità; la proposizione di un investimento sostenibile secondo SFDR, quando in realtà l'investimento non lo è quanto dichiarato. Il danno sarebbe non patrimoniale e potrebbe essere stato patito in prima persona dall'investitore, se questo lamentasse una lesione alla sua autodeterminazione in sé e per sé; se asserisse come frustrato, o frustrato in parte, il suo scopo sostenibile.

Commetterebbe condotta originatrice di tale affermato danno, l'operatore che dichiarasse che, ad esempio, un fondo rientra nei parametri per essere definito articolo 9 ma, in realtà, non ne ha i requisiti sostanziali. Questo operatore, infatti, potrebbe essere accusato di *greenwashing* in senso stretto, se compisse la pratica per ottenere un vantaggio competitivo.

Si ponga l'ipotesi in cui un consulente finanziario abbia fornito a un investitore un una consulenza ingannevole, nel senso che abbia consigliato prodotti finanziari che si sono rivelati essere non sostenibili mentre il consulente aveva affermato che lo fossero, e

²⁹⁹ G. STELLA, commento Art. 1226 c.c. – *Valutazione equitativa del danno*, in *Codice Civile commentato*, a cura di G. Bonilini, M. Confortini, C. Granelli, consultato nella banca dati *Onelegale online*.

supponiamo anche che il consulente avrebbe dovuto sapere o addirittura sapeva che i prodotti finanziari non erano sostenibili. Poiché sostenibilità e ritorno sull'investimento non sono necessariamente correlati, si può pensare che l'investitore non abbia subito alcun danno patrimoniale a causa della consulenza erronea, dunque una tradizionale richiesta di risarcimento danni potrebbe non essere la più indicata.

Oppure si immagini che siano state fornite informazioni ingannevoli sui principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità, nel senso di intenzionalmente o negligenzemente non corrispondenti al vero.

La riflessione sul danno ingiusto è una di quelle di maggiore attualità all'interno della disciplina della responsabilità civile. All'interno di questa si colloca nuovamente il dibattito delle conseguenze della lesione dell'autodeterminazione della libertà negoziale, questa volta, però, per danni non patrimoniali.

Per la risarcibilità del danno non patrimoniale occorre, alternativamente: l'espressa previsione di legge, la lesione di un interesse penalmente rilevante, oppure la lesione di un interesse costituzionalmente protetto. In ogni caso occorrerà superare i requisiti della rilevanza e della gravità posti dalla giurisprudenza sul punto, per evitare che vengano risarciti danni bagatellari³⁰⁰.

Fuori dai casi in cui la condotta dell'intermediario si inserisse in una più ampia fattispecie di truffa penalistica, e in assenza di testuale previsione di legge, l'investitore potrebbe se mai lamentare una lesione della sua identità personale, e quindi di un interesse costituzionalmente protetto dall'art. 2 Cost.

La centralità della libertà del consumatore, poi, in questo caso investitore, si ricava sia dalla disciplina del codice del consumo, all'art 1, sia dall'art. 41 comma 2 Cost.

Si potrebbe poi invocare l'annullabilità del contratto, se fosse dimostrato che la caratteristica di sostenibilità era stata determinante per l'investitore.

Entrambe le possibilità, però, non realizzerebbero completamente l'aspirazione personale a contribuire al cambiamento sostenibile.

³⁰⁰ La Corte di Cassazione ha affermato che il danno non patrimoniale è risarcibile sulla base di un'interpretazione costituzionalmente orientata dell'art. 2059 c.c., a condizione che la lesione dell'interesse sia grave e che il danno non sia futile, così a partire da Cass. S. U. n. 26972 del 2009.

Resta quindi da chiarire se l'investitore possa far valere la lesione della sostenibilità in sé. Ad esempio, per il fatto che l'operatore abbia sottostimato gli effetti negativi sulla sostenibilità oppure, classificando come sostenibili dei prodotti che in realtà non lo siano. La lesione all'autodeterminazione è legata alla lesione del fattore/dei fattori ESG coinvolti. La questione evoca la complessa tematica del danno ambientale³⁰¹. La difficoltà è ancorata al fatto che le categorie civilistiche siano nate in un'ottica patrimoniale e che solo successivamente si sia sviluppata la riflessione su interessi non patrimoniali, e a maggior ragione non patrimoniali con effetti solo indiretti e/o eventuali sull'uomo (si pensi alle conseguenze dannose che possono riflettersi sulla salute umana a seguito della degradazione di un ambiente naturale).

La legge costituzionale 11 febbraio 2022, n. 1 è intervenuta modificando gli articoli 41 e 9. A seguito della novella costituzionale la salute e l'ambiente vengono inseriti tra i limiti dell'iniziativa economica privata (art 41 Cost.), e l'ambiente la biodiversità e gli ecosistemi sono compresi tra gli oggetti di tutela da parte della Repubblica, "anche nell'interesse delle future generazioni" (art. 9 Cost).

A livello nazionale, il principio dello sviluppo sostenibile è espresso all'art. 3-quater del Codice dell'ambiente che assicura il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri, e che ricalca la nota definizione del Rapporto Brundtland pubblicato dalla Commissione mondiale per l'ambiente e lo sviluppo nel 1987.

Vi è chi a partire da queste disposizioni costituzionali, per la verità già prima della loro modifica, arriva ad ipotizzare un danno ecologico, da *greenwashing*, risarcibile ex art. 2043 per lesione di interessi costituzionalmente protetti³⁰².

Allo stato dell'arte, tuttavia, le sentenze di merito e legittimità respingono le domande risarcitorie che, ad esempio, asseriscano pregiudizi patiti dalla collettività ad avere un ambiente salubre, chiarendo che i privati possono agire ex 2043 c.c. «solo per il risarcimento di danni a beni di loro specifica appartenenza o a spese effettuate, o a posizioni soggettive patrimoniali e non, tutelabili secondo le ordinarie disposizioni

³⁰¹A. ALAMANNI, *L'interesse ambientale nella prospettiva civilistica. riflessi sulla responsabilità civile*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, 18/ 2023, pp. 318-379. A. DI CAPRIO, *Nuovi orizzonti in materia di risarcibilità dei danni ambientali non patrimoniali*, in *Diritto.it*, 2006, p. 4.

³⁰²P. DE GIOIA CARABELLESE-S. DAVINI, *Derivati sostenibili, "green-washing" e tutela legale: dallo "stakeholder" al "green stakeholder"*, in *Rivista Giuridica AmbienteDiritto.it*, 3/2021, p. 16.

civilistiche, ovvero per quei danni “ulteriori e concreti da essi subito, diversi da quello pubblico e generale ambientale³⁰³».

Tale difficoltà di prova si ripropone, forse amplificata, per la lesione di aspetti sociali, ancor più difficilmente contestabile³⁰⁴.

Seguendo un “approccio più radicale”, poi, la nozione di “danno” potrebbe essere ridefinita includendo il danno all'ambiente, ecc., e non necessariamente al patrimonio dell'investitore, nel qual caso il diritto eurounitario armonizzato potrebbe forse obbligare il relativo consulente finanziario a risarcire fondo di sostenibilità, a livello di Unione europea o di singoli Stati membri”³⁰⁵.

Per ciò che attiene alla quantificazione, sarebbero richiamabili per analogia le considerazioni precedentemente svolte sulla possibile valutazione equitativa. A bene vedere, in ogni caso, i rimedi risarcitori non sono del tutto soddisfattivi: una soluzione, ipotizzata dalla dottrina, potrebbe allora essere quella di porre l'investitore nella condizione che lui aspettava, cioè di corrispondergli investimenti effettivamente sostenibili come desiderato³⁰⁶.

³⁰³ S. VERNILE, *L'ambiente come “opportunità”. Una riflessione sul contributo alla tutela ambientale da parte del “secondo” e del “quarto settore” tra greenwashing, economia circolare e nudge regulation*, in *Il diritto dell'economia*, 3/2022, p. 360-361.

³⁰⁴ M. CIAN, *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 3/2021, p. 1131 e segg. «resterebbe il problema, spesso insormontabile, della difficoltà di predicare la non sostenibilità di fronte a declamazioni statutarie generiche [...] Si pensi ad una società che si reclamizzasse come particolarmente sensibile al benessere dei suoi dipendenti, al punto da avere contemplato questo obiettivo nel proprio stesso statuto: come potrebbe essere accusata di non essere invece attenta ai loro bisogni, non essendo da nessuna parte definita la misura dell'attenzione dovuta? Maggiori spazi per una censura della strategia adottata potrebbero profilarsi al cospetto di declamazioni statutarie e autopromozionali più specifiche, come nel caso della società attiva nel settore dell'energia, che dichiarasse di voler promuovere la transizione energetica e imponesse agli amministratori di valutare l'impatto ambientale delle politiche industriali e distributive e di far prevalere soluzioni meno redditizie ove maggiormente compatibili con la protezione dell'ambiente (uno schema nei fatti analogo all'indicazione dello “specifico” beneficio comune richiesta alle SB); qui dalla società dovrebbe poter essere preteso di distinguersi concretamente dalle altre imprese del settore e quindi l'inerzia dovrebbe essere più agevolmente rilevabile e sanzionabile, al netto, naturalmente, degli escamotage cui la società potrebbe ricorrere attuando pratiche di greenwashing ma il problema della disvelabilità dell'ambientalismo di facciata è un problema assolutamente generale e di ardua soluzione».

³⁰⁵ D. BUSCH, *Sustainable Disclosure in the EU Financial Sector*, in *European Banking Institute Working Paper Series 2021* - n. 70, 6 aprile 2021, par. 8, “The harmonizing effect of the SFDR” e in partic. “No harmonization of liability law”.

³⁰⁶ *Ibidem*.

10. Rilevanza della condotta di *green bleaching* (classificare come articolo 8 ciò che in realtà è articolo 9)

Per completare il quadro nella dicotomia proposta tra forma e sostanza, essendo già stata analizzata la situazione in cui la forma di sostenibilità non coincide con la sostanza non sostenibile (*greenwashing*) occorre analizzare anche altre pratiche, ossia il *green blushing* il *green bleaching*, per poterne vagliare qualche rilievo sotto il profilo della responsabilità.

Per *green blushing* si intende la pratica per cui le aziende non divulgano informazioni, o le divulgano in misura insufficiente, su aspetti di sostenibilità in relazione ai loro prodotti. Questa pratica denota una scarsa importanza attribuita ad aspetti di sostenibilità e la riluttanza a fornire delle informazioni accurate sulle politiche di sostenibilità, oltre che il sottovalutare il rilievo che gli *stakeholders* attribuiscono alla sostenibilità. D'altra parte promuovere attivamente la sostenibilità può comportare per l'azienda dei vantaggi nei confronti dei concorrenti contribuendo a creare un vantaggio competitivo.

Per *green bleaching* si intende la pratica per cui i gestori di fondi, pur investendo in attività sostenibili, non lo dichiarano per evitare i rischi e gli oneri derivanti dagli obblighi di divulgazione delle informazioni sui profili di sostenibilità.

In uno studio che si è occupato del tema (anche se non in relazione specifica con SFDR) sono state analizzate le ragioni che spingono a fare *green bleaching*³⁰⁷ e le possibili conseguenze a tale pratica. Anzitutto, la pratica viene definita come quella consistente nell'evitare deliberatamente di comunicare i propri sforzi per lo sviluppo sostenibile. Pongono in essere tale pratica le imprese che realizzano risultati sostenibili ma scelgono di non comunicarli (scissione tra sostanza sostenibile e forma non sostenibile). In altre parole, la pratica consiste in un comportamento virtuoso dal punto di vista della sostenibilità ma non segnalato³⁰⁸. La dottrina ora ricordata riporta numerosi esempi estranei all'ambito strettamente finanziario, come quello del produttore di vino

³⁰⁷ A. FALCHI-G. GROLLEAU-N. MZOUGH, *Why companies might under-communicate their efforts for sustainable development and what can be done?*, in *Business Strategy And The Environment*, 31/ 2022, pp. 1938-1946.

³⁰⁸ A. FALCHI-G. GROLLEAU-N. MZOUGH, *Why companies might under-communicate their efforts for sustainable development and what can be done?*, cit., p. 1938 e dottrina ivi citata.

che pur investendo notevoli risorse per produrre vini biologici e ottenere la certificazione preferisce non segnalarlo.

Le motivazioni sottostanti alla pratica sono diverse e connesse talvolta a ragioni soggettive, come non rendersi conto dell'importanza dei risultati ecologici e della necessità di comunicarli oppure trarre gratificazione dal perseguire la sostenibilità ma senza avvertire il bisogno di comunicarlo, oppure ad una strategia intenzionale volta ad evitare effetti collaterali associati alla divulgazione piena delle qualità di sostenibilità, per il timore che gli investitori possano essere vittima di un c.d. *bias* di diluizione degli obiettivi, ovvero ritenere che la qualità del prodotto diminuisca (in questo caso che il ritorno finanziario dell'investimento sia minore) se il prodotto segue diversi obiettivi³⁰⁹; incorrere in accuse di greenwashing. Più le aziende hanno una vocazione sostenibile, poi, più è facile che ritengano di avere qualcosa da perdere se errano nel comunicare le informazioni riguardanti la sostenibilità per paura di un danno alla reputazione; la mancata diffusione di informazioni, inoltre, potrebbe essere dovuta al timore che i prodotti dei concorrenti abbiano migliore *performance* pur non considerando la sostenibilità³¹⁰.

Quando un'impresa si comporta in modo responsabile ("walking the walk") normalmente è portata a divulgare all'esterno i propri risultati ("talking the talk") per ottenere dei benefici e mandare un messaggio positivo all'esterno. Ad esempio, gli investitori possono decidere di investire nella società proprio per il suo *appeal* sostenibile oppure un aspirante lavoratore decidere di candidarsi per l'assunzione presso un'azienda nei cui valori egli creda. All'interno della società, invece, le dichiarazioni di sostenibilità hanno l'effetto di rafforzare l'identità sostenibile dei lavoratori dipendenti. All'esterno, le società che effettuano dichiarazioni in materia di sostenibilità potrebbero attirare *partner* commerciali che condividono gli stessi valori "beneficiare di un trattamento

³⁰⁹ Y. ZHANG-A. FISHBACH-A. W. Kruglanski, *The dilution model: How additional goals undermine the perceived instrumentality of a shared path* in *Journal of Personality and Social Psychology*, 92/2007, pp. 389-401.

³¹⁰ A. MILUCCIO, *Posizionamento delle imprese e scelte di investimento: quale ruolo per la sostenibilità?*, in *Sostenibilità delle imprese: come adottare l'ESG Come cambiano gli assetti organizzativi e i modelli di governance? I chiarimenti e le indicazioni utili a gestire "il cambiamento"*, Speciali IPSOA Quotidiano, 16 novembre 2022

preferenziale da parte delle autorità di regolamentazione” oltre che, indirettamente, influenzare in modo favorevole ai loro programmi aziendali normative in corso o future.

Si distinguono varie tipologie di *green bleaching*, a seconda delle caratteristiche delle specifiche fattispecie, tra cui: il/i dominio/i ambientale/i considerato/i; il livello di impegno (risultati ambientali piccoli o grandi); l'orientamento del processo rispetto ai risultati; il grado di complessità.

Inoltre l'atteggiamento di *green bleaching* può rivolgersi solo verso alcuni (ad es. consumatori e azionisti) e non altri (ad es. dipendenti, osservatori ambientali e partner commerciali; esterno o interno; volontario o involontario).

Si può comprendere come questa pratica non sia irrilevante per diversi motivi. In primo luogo, perché priva l'impresa dei vantaggi correlativi alla sostenibilità e quindi presumibilmente dei vantaggi competitivi associati, anche se, dall'altro lato, la fa risparmiare sui costi di divulgazione. Bisogna però effettivamente verificare se la dichiarazione di sostenibilità o di maggiore o minore sostenibilità (il caso degli articoli 8 e 9 SFDR) garantisca sempre, a priori, un vantaggio competitivo. In secondo luogo, perché l'impegno pubblico e la comunicazione possono svolgere un ruolo importante nel motivare il cambiamento e gli sforzi ecologici all'interno dell'impresa, a causa della sua funzione performativa spesso trascurata³¹¹. In terzo luogo, la comunicazione green consente inoltre alle imprese di affermare i propri valori green nella mente dei collaboratori, risultando in maggiore coinvolgimento e può servire come base per stabilire un dialogo costruttivo con tutte le parti interessate³¹². Infine, quando le aziende verdi scelgono il *green bleaching*, non fungono da modelli virtuosi e non contribuiscono a un "effetto a catena" spingendo le imprese a seguire un percorso simile³¹³ determinando un impatto positivo sulla sostenibilità di portata ridotta.

In definitiva, sebbene il *green bleaching* possa essere una decisione temporanea, non è comunque ottimale perché priva la società di alcuni vantaggi connessi con la

³¹¹ CHRISTENSEN L.T.-MORSING M.-THYSSEN, O., *CSR as aspirational talk*, in *Organization*, 20/2013, 372–393.

³¹² UL, *Neither boastful nor bashful: Making effective sustainability claims. White Paper*, <https://www.ul.com/insights/making-effective-sustainability-claims>, 2016.

³¹³ DI MAGGIO P. J.-POWELL W., *The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields*, in *American Sociological Review*, 48/1983, pp. 147–160. e D. SCHOENEBORN, *Enjoy the silence? CSR communication and the phenomenon of “greenhushing”*, in *The Business of Society*, 2 Ottobre 2017.

comunicazione completa. Un correttivo al *green bleaching* consiste nel rendere obbligatorie le dichiarazioni sulla sostenibilità: è quanto accaduto nel settore qui di interesse con il regolamento *disclosure*.

Quanto sopra detto serve a inquadrare maggiormente il *green blushing/green bleaching* connesso al regolamento SFDR.

Come ha spiegato il responsabile della ricerca sugli ETF di Morningstar³¹⁴, molti gestori preferiscono non qualificare i propri prodotti come in linea con le caratteristiche previste dall'articolo 9, pur soddisfacendone i requisiti³¹⁵. Le ragioni sono molteplici e includono: non riuscire a calcolare le metriche richieste (anche considerando la normativa di livello 2); non volere sostenere il costo di calcolare le metriche; aver calcolato le metriche e avere scoperto di non riuscire a soddisfarle tutte; aver calcolato le metriche, aver scoperto di riuscire a soddisfarle ma nonostante ciò avere ancora dubbi se l'investimento sia effettivamente sostenibile.

Può inoltre accadere che siano riclassificati anche i prodotti che replicano la *performance* degli indici allineati all'accordo di Parigi. Secondo l'esperto, in questo caso i gestori avrebbero calcolato le metriche, ma si sarebbero resi conto di non soddisfarle tutte. Sempre lo stesso esperto conclude che l'articolo 8 è divenuta ormai una categoria "catch-all", con molte gradazioni di verde e residuale.

Occorre chiedersi quindi se la pratica del *green bleaching* sia problematica e presenti profili di illiceità.

Quanto al primo interrogativo, pare potersi dare una risposta affermativa, nel senso che, come visto, il solo fatto che la normativa così come concepita non sia di fatto applicata, desta perplessità e può considerarsi problematico.

Quanto invece al secondo interrogativo, l'SMSG si è espresso in senso negativo, esprimendo l'opinione per cui evitare di dichiarare la sostenibilità di fondi che in realtà lo sono per evitare i relativi rischi legali non sia una pratica sanzionabile dal momento che non c'è (e finché non c'è) un'obbligazione legale di *disclosure* su quanto un prodotto

³¹⁴ José García-Zárate, responsabile della ricerca sugli ETF di Morningstar come riportato da Ó. RODRÍGUEZ GRAÑA, *Le motivazioni che hanno spinto i gestori a riclassificare i fondi da articolo 9 a 8*, 16 febbraio 2023, disponibile al link <https://fundspeople.com/it/le-motivazioni-che-avrebbero-spinto-i-gestori-a-riclassificare-i-loro-fondi-dallarticolo-9-all8/>

³¹⁵ Ó. RODRÍGUEZ GRAÑA, *Le motivazioni che hanno spinto i gestori a riclassificare i fondi da articolo 9 a 8*, cit.

sia sostenibile³¹⁶. Al contempo il gruppo consultivo consiglia all'ESMA di monitorare la pratica³¹⁷.

Sebbene un tale modo di argomentare appaia ragionevole perché dettato da ragioni di opportunità (non è opportuno punire chi di fatto si comporta in modo sostenibile), la sua premessa – ossia che attualmente non esista un'obbligazione legale di *disclosure* su quanto un prodotto sia sostenibile – non pare così scontata. In primo luogo, tra le caratteristiche del regolamento SFDR vi è proprio quella di calibrare l'informativa sulla sostenibilità sulla base della gradazione di “verde” perseguita dal prodotto commercializzato. Il legislatore eurounitario, come visto, ha scelto di veicolare tale informativa con la tecnica normativa della *mandatory disclosure*. Ciò significa che le disposizioni del regolamento sono da considerarsi come precettive, in altre parole, come obblighi informativi e non come suggerimenti e cui è possibile in autonomia decidere se aderire o meno. Può pertanto ritenersi che, quando il regolamento SFDR si esprime all'indicativo, esso stia in realtà ponendo obblighi a carico dei suoi destinatari soggetti. Il contenuto dell'obbligo informativo è connesso inscindibilmente con l'esattezza della stessa informazione, sicché l'obbligo è inadempito, o adempito parzialmente, se l'informazione è rispettivamente mancante o inesatta. Ora, la differenza tra la norma giuridica e la norma morale sta nel fatto che mentre la regola morale è assoluta e trova solo nel suo contenuto la validità e obbliga l'individuo che decida spontaneamente di adeguarvisi ed in quanto tale è autonoma, la regola giuridica trae la propria forza vincolante perché e solo in quanto prevista da un atto dotato di autorità nel contesto di un'organizzazione ed è invece eteronomo cioè imposta dall'esterno. Le norme giuridiche sono strutturate come un periodo ipotetico: si prevede l'accadimento di un evento futuro ed eventuale e si afferma la conseguenza giuridica che scatta se l'evento prefigurato si verifica concretamente. Se la conseguenza giuridica è un obbligo informativo e se

³¹⁶ Cfr. *Securities and Markets Stakeholder Group* «[...] The SMSG has used the term “greenbleaching” to indicate the phenomenon that fund managers invest in sustainable activities but refrain from claiming so to avoid the related legal risks. The SMSG is of the opinion that as long as there is no legal obligation to disclose how sustainable a product is, not claiming sustainability cannot be considered a “misrepresentation” and should not be sanctioned. Nevertheless the SMSG advises ESMA to monitor this phenomenon in order to assess whether (or not) sustainable finance legislation reaches its goals».

³¹⁷ Così si era espresso nel precedente consulto il “Securities and Markets Stakeholder Group” il 18 gennaio 2023, ESMA22-106-4384, executive summary: «[...] The SMSG repeats that, apart from greenwashing, also “green-bleaching” is problematic, where financial market participants choose not to claim ESG features of their products in order to avoid extra regulation and potential legal risks. Adequate guidance on legally permissible representations may help in reducing this problem».

l'evento prefigurato è la presenza di certi attributi di sostenibilità di un prodotto, allora la presenza di determinati attributi di sostenibilità scatta la conseguenza dell'obbligo di informazione. In un regolamento quale quello SFDR, in cui gli obblighi informativi sono distinti su tre livelli "di ambizione" (prodotti art. 6, 8, 9) e in cui il concetto di sostenibilità è stato normato, con una specifica scelta di distinguere in categorie, dovrebbe escludersi il carattere meramente opzionale dell'informativa corrispondente, volontarietà che invece sarebbe propria di altri strumenti di divulgazione, come la *disclosure* volontaria.

Si potrebbe obiettare che in assenza di sanzione non ci si trovi in presenza di un obbligo; ma chi eccepisse ciò dovrebbe allora riconoscere che l'intero regolamento non sarebbe obbligatorio, in quanto non sono state previste sanzioni per nessuna disposizione in esso contenuta, con l'effetto di non ritenere nemmeno il *greenwashing* in senso stretto illecito. Questa lettura però sarebbe difficilmente accoglibile per due ragioni. In primo luogo, si osserva che l'art 22 del regolamento Tassonomia, come sopra visto, quando si occupa di stabilire l'opportunità di sanzioni per il mancato rispetto di alcuni articoli dello stesso regolamento, indica proprio quelli (5, 6 e 7) che rimandano ai corrispettivi articoli del regolamento SFDR. Così facendo il legislatore eurounitario ha reso coercibile il rispetto delle suindicate disposizioni.

Si potrebbe ancora obiettare che è vero che il regolamento impone obblighi di informazione, ma non di fornire l'informazione corrispondente alla categoria reale integrata. Questa è un'obiezione solida, perché si fonda tacitamente su un argomento teleologico: se il fine del regolamento è finanziare la transizione verso la sostenibilità, non può a priori andare in contrasto con tale scopo indicare come "un po' meno sostenibile" ciò che è "un po' più sostenibile", perché il risultato pratico è comunque sostenibile. Inoltre, il timore è che per evitare la dichiarazione di sostenibilità il partecipante al mercato finanziario scelga di essere meno sostenibile. Tale obiezione può essere considerata accolta a patto che:

- Da un punto di vista pubblicistico, si riconosca che pur in presenza di un obbligo legale non sia opportuno stabilire una sanzione, perché il risultato si pone all'interno dello scopo della norma con l'effetto di sanzionare soggetti che comunque ne rispettano lo spirito. Come osserva il gruppo consultivo, comunque, la scelta del *green bleaching* riflette spesso un atteggiamento di prudenza, di timore di essere accusati di *greenwashing*. Una sorta di "autotutela" preventiva,

che spinge a riqualificare i prodotti. Questa lettura a sua volta è accoglibile solo se: effettivamente la sostenibilità non è stata compromessa. Il punto è però, come pare considerare anche lo stesso gruppo consultivo, da monitorare e verificare perché nel caso in cui si notasse una compromissione dell'obiettivo di sostenibilità ci sarebbero i presupposti per far cessare la pratica.

- Da un punto di vista privatistico, si riconosca che pur in presenza di un obbligo legale la condotta non sia sanzionabile perché il mancato rispetto dell'obbligo informativo non ha prodotto alcun danno. Questa lettura a sua volta è accoglibile solo se effettivamente la violazione non ha prodotto alcun danno. Il punto è però da dimostrare. Si ponga il caso di una società rispettosa del tenore del regolamento che nota che la concorrente pratica *green bleaching* e da questo subisce un danno. La concorrente, infatti, propone come “conformi all'articolo 8” prodotti che in realtà sarebbero conformi all'articolo 9 risparmiando sui costi relativi alla *compliance* delle normative, costi che invece la società virtuosa sostiene (e sostiene perché ritiene che le disposizioni del regolamento siano precettive) e questo provoca uno sviamento della clientela. La società lesa dovrebbe avere la possibilità di far valere in giudizio il danno concorrenziale. Per quanto concerne un eventuale danno subito dagli investitori, tale fattispecie appare difficilmente configurabile se la pretesa consiste nell'ottenere il risarcimento del danno non patrimoniale per lesione del diritto all'autodeterminazione, in quanto se per il greenwashing si immagina che un investitore non avrebbe investito se avesse conosciuto la realtà dei fatti (il prodotto nella sostanza è sostenibile mentre formalmente gli viene proposto che lo sia) per il *green bleaching* si immagina che l'investitore avrebbe investito comunque, perché, in fondo, l'aspettativa di investimento sostenibile corrisponde alla realtà di investimento sostenibile, ed anzi più sostenibile dell'aspettativa. Qualora invece fosse dimostrato un danno consistente, ad esempio, nel non aver potuto realizzare un profitto superiore dalla rivendita del prodotto finanziario sostenibile proprio per il fatto che il prodotto venduto come “articolo 8” era in realtà “articolo 9”, non si vede perché negare in radice la possibilità di ottenere il lucro cessante, ossia il mancato guadagno.

Qualunque sia la visione adottata sul declassamento dei prodotti da articolo 9 articolo 8, si può prendere atto della poca chiarezza della normativa. Da un lato, c'è troppa confusione su come qualificare i fondi articolo 9, dall'altro l'articolo 8 diventa inutile perché racchiude al suo interno troppe varietà di prodotti.

Pare in definitiva condivisibile l'esortazione del gruppo consultivo all'ESMA a ricordare la sua missione istituzionale di promuovere l'integrità, la trasparenza, l'efficienza e il buon funzionamento dei mercati finanziari e la solidità delle infrastrutture di mercato e l'autorità dovrebbe, a parere del gruppo di esperti, monitorare comunque se la legislazione sulla finanza sostenibile raggiunge il suo obiettivo.

Lo stesso SMSG è però del parere che se il fenomeno raggiungesse un'ampia diffusione il risultato potrebbe essere un mercato eccessivamente limitato per i prodotti sostenibili. Per questo l'ESMA dovrebbe monitorarne la diffusione. Il gruppo consultivo osserva che si può ritenere problematico se una normativa ha l'effetto di restringere artificialmente una categoria di prodotti per gli investitori.

A causa delle incertezze interpretative, la categoria di cui all'art. 8 è eccessivamente ampia, mentre quella di cui all'art. 9 eccessivamente ristretta o addirittura vuota, alimentando, oltre alla disapplicazione de facto della lettera del regolamento (con la mancanza di disponibilità di investimenti sostenibili ai sensi di SFDR), anche poca trasparenza nei confronti degli investitori.

Il Q&A della Commissione del luglio 2021 ha fornito una definizione dei prodotti ex art. 8 che ne rende il perimetro applicativo di questa categoria di prodotti molto ampio.

Il termine "promozione" che connota la categoria dei prodotti art. 8 include nel suo campo semantico, a titolo esemplificativo, affermazioni dirette o indirette, informazioni, rendiconti, ma anche un'impressione che gli investimenti perseguiti da un determinato prodotto finanziario considerino anche caratteristiche ambientali o sociali in termini investimenti, politiche, obiettivi, traguardi o obiettivi o un'ambizione generale. Secondo come questa definizione è stata intesa da alcune autorità nazionali, anche un fondo che considera i PAI o segue una strategia di esclusione dovrebbe essere considerato art. 8. Potrebbe quindi accadere che, pur non volendo i gestori dei fondi fare affermazioni di sostenibilità, i loro prodotti vengano considerati art. 8.

Permangono ancora incertezze su quando un fondo debba essere considerato come compatibile con i requisiti dell'art. 9.

Bloomberg ha rilevato che il 70% di tutti gli ETF Articolo 9 è stato declassato all'Articolo 8, con 57 miliardi di dollari di attività in oltre 70 ETF declassati solo nel quarto trimestre del 2022³¹⁸.

Anche se la competenza di risolvere questi dubbi interpretativi spetterebbe alla Commissione, il gruppo consultivo è dell'opinione che l'ESMA possa avere un ruolo molto importante nel porre domande e fornire consulenza alla Commissione.

Permane quindi l'incertezza sulla illiceità del *green bleaching*, che pure potrebbe anch'esso, per le ragioni appena viste, rilevare come pratica di *greenwashing*.

11. La responsabilità dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari correlata all'informativa web ai sensi degli articoli 3 e 4 SFDR. Natura giuridica. (cenni)

Si volge ora l'analisi a possibili responsabilità connesse con l'informativa web.

L'articolo 3 rubricato "Trasparenza delle politiche in materia di rischio di sostenibilità" prevede che i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari pubblichino sui loro siti *web* informazioni circa le rispettive politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità, rispettivamente nei loro processi decisionali relativi agli investimenti e nelle loro consulenze in materia di investimenti o di assicurazioni. Con l'articolo 4, rubricato invece "Trasparenza degli effetti negativi per la sostenibilità a livello di soggetto", si prevede che i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari che pubblichino e aggiornino sui propri siti web delle dichiarazioni relative ai principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità, dichiarazioni calibrate a seconda che tali effetti negativi vengano presi in considerazione oppure no³¹⁹. Occorre che i partecipanti ai mercati finanziari comunichino gli eventuali indici di riferimento (*benchmark*) e le informazioni su come questi siano rispettati e alla loro metodologia di calcolo (articoli 7 e 8 del Regolamento e Considerando 21). Un problema, già visto, riguarda la difficoltà di riscontrare la violazione di informative relative a dati non finanziari, difficilmente misurabili.

³¹⁸ Nota 11 pagina 10 di *Securities and Markets Stakeholder Group*. Si veda N. TURNER, *L'articolo 9 declassa a seguito di "iscrizione senza piano"*, in *ESG Clarity*, 30 gennaio 2023, disponibile al link: <https://esgclarity.com/article-9-downgrades-a-result-of-signing-up-with-no-plan/> 20.

³¹⁹ R. ROLLI, *op. loc. cit.*, p. 189.

In questo caso di *greenwashing* viene penalizzato l'accesso in generale e di massa agli investimenti sostenibili; il legislatore eurounitario ha voluto corroborare la funzione di orientamento nei confronti della sostenibilità.

Pur trattandosi di informativa rivolta genericamente al mercato, i dati ivi contenuti sono comunque destinati ad una possibile scelta contrattuale dell'investitore: quando le informative *web* si rivelano inadeguate o erranee è possibile che la scelta dell'investitore venga orientata verso un investimento che potrebbe poi rivelarsi svantaggioso (se l'informativa erranea riguarda i rischi di sostenibilità), così come potrebbe essere frustrato l'obiettivo dell'investitore di finanziare la sostenibilità anche attraverso i suoi risparmi (se la parte erranea dell'informativa riguarda i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità).

Anche in questi casi occorre interrogarsi sui rimedi rispettivamente più confacenti tra quelli già disponibili nell'ordinamento. Nella fattispecie che si sta analizzando non sussiste alcun contratto direttamente viziato dall'informativa ingannevole. In altre parole, l'ingannevolezza dell'informativa incide non al momento della consegna dell'informativa relativa al prodotto, bensì in una fase ancora antecedente.

Si esamina ora la prima possibilità, ossia quella che vede l'investitore lamentarsi di un rischio di sostenibilità non correttamente considerato. Si osserva le considerazioni già svolte in merito all'informativa precontrattuale sono richiamabili solo in parte: infatti il contatto tra partecipante al mercato/consulente finanziario è molto meno stretto rispetto a quello che si crea con l'informativa precontrattuale, in un duplice senso: quest'ultima non solo è indirizzata ad uno specifico investitore, ma riguarda anche uno specifico investimento/consulenza, mentre l'informativa *web* è non solo rivolta alla collettività indistinta, ma altresì riferita alla generalità delle politiche adottate in materia di rischi e PAI.

Un'Atrice che ha analizzato in prospettiva civilistica la violazione degli obblighi informativi ha proposto il parallelo con la responsabilità da false informazioni contenute nel prospetto informativo³²⁰.

³²⁰ Il Regolamento Prospetto Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE, si applica alla pubblicità relativa all'offerta al pubblico di titoli o all'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato. Per quanto qui di interesse, il paragrafo 3 dell'art. 22 del regolamento stabilisce che «la pubblicità deve essere

Il prospetto ha ad oggetto informazioni di carattere finanziario, ovvero tutte quelle informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio. Occorre quindi chiedersi, afferma l’Autrice, se comportamenti di *greenwashing* possano ingenerare forme di responsabilità in capo ai partecipanti ai mercati finanziari o ai consulenti finanziari anche per comunicazioni al mercato di carattere non finanziario³²¹. Ai sensi dell’art. 3 del regolamento, poi, le informazioni previste nel medesimo regolamento sono funzionali alla possibile conclusione di un contratto ma sono anche rivolte al mercato per garantire la trasparenza sui rischi di sostenibilità. Il collegamento con questa disciplina non riguarderebbe quindi tanto la natura delle informazioni, che, nel caso del regolamento SFDR, sono appunto non finanziarie, bensì le possibili conseguenze finanziarie degli investimenti pregiudizievoli per il cliente.

L’assimilazione è funzionale ad estendere la presunzione di colpa di cui all’art. 94 T.U.F., argomentando sulla base dello scopo del regolamento SFDR, ossia la protezione degli investitori, lo stesso nella disciplina del prospetto informativo, e della vicinanza della prova, ossia del principio per cui l’onere probatorio ricade sulla parte sulla parte che dispone maggiormente delle informazioni per assolverlo.

Per quanto riguarda la prova del nesso causale, proprio per la già evidenziata problematicità dei dati non finanziari, potrebbe essere particolarmente gravoso per l’investitore provare il nesso di causalità tra mancato rispetto dei doveri previsti dal regolamento e danno subito. Si potrebbe richiamare anche in questo caso la giurisprudenza sulla responsabilità da prospetto, segnatamente, sulla difficoltà che comporterebbe per l’investitore fornire la prova negativa di eventuali diversi fattori dai quali le sue scelte sarebbero state determinate³²².

chiaramente riconoscibile come tale. Le informazioni contenute nella pubblicità non devono essere imprecise o fuorvianti e devono altresì essere coerenti con quelle contenute nel prospetto, se è già stato pubblicato, o con quelle che devono figurare nel prospetto, se non è ancora stato pubblicato»; così art. 22 Regolamento (UE) 2017/1129. V. 2DII legal analysis, *Fighting greenwashing... what do we really need?*, disponibile al link <https://2degrees-investing.org/resource/fighting-greenwashing-what-do-we-really-need/>. La responsabilità da non corretto adempimento degli obblighi informativi previsti dalla disciplina del prospetto informativo è invece disciplinata dall’art. 94 T.U.F. cfr. G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in Borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. Colombo e G. B. Portale, Vol. 10, Torino, 1993, pp. 292 e ss.

³²¹ R. ROLLI, *op. loc. cit.*, p. 191.

³²² R. ROLLI, *op. loc. cit.*, p. 191.

A parere di chi scrive, tuttavia, difficilmente sarebbe ravvisabile una lesione nei confronti di un investitore individuale direttamente collegabile a tali asserzioni, a meno che l'investitore non si fosse determinato proprio sulla base delle politiche di investimento del partecipante al mercato. Perlopiù, la reale decisione se investire o meno tramite un prodotto finanziario sostenibile si avrebbe dopo aver visionato l'informativa precontrattuale³²³ o aver ricevuto la consulenza sul prodotto; laddove invece le informazioni sul sito web siano particolarmente dettagliate e si riferiscano quindi, ad esempio, a uno specifico fondo, potrebbero intendersi richiamate *per relationem* nell'informativa di prodotto e, quindi, essere soggette al regime di responsabilità proprio di quest'ultima.

Sarebbe inoltre opportuno distinguere tra responsabilità per false informazioni attinenti ai rischi di sostenibilità, che possono in qualche modo riverberarsi sull'investimento, e informazioni relative ai principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità. In questo caso, la *ratio* per fondare l'estensione analogica della disciplina cade, in quanto non è l'investitore ad essere protetto, bensì il fattore di sostenibilità.

Un'attitudine lesiva maggiore si ravvisa invece nei confronti dei concorrenti se le informazioni ingannevoli, di qualsiasi natura, procurano un danno nell'ambito di una condotta di concorrenza sleale (di cui *infra*).

12. La qualificazione del *greenwashing* connesso a SFDR come pratica commerciale scorretta: riflessi di *private enforcement* nell'ordinamento italiano

Sin qui l'analisi è stata condotta sulla base delle regole di diritto comune ma può essere interessante estendere l'analisi anche alla normativa "speciale" delle pratiche commerciali scorrette. Per "pratica commerciale" si intende qualsiasi azione, omissione, condotta, dichiarazione o comunicazione commerciale, ivi compresa la pubblicità diffusa con ogni mezzo (incluso il *direct marketing* e la confezione dei prodotti) e il *marketing*, che un professionista pone in essere in relazione alla promozione, alla vendita o alla fornitura di beni o servizi ai consumatori. La pratica commerciale è scorretta quando, in contrasto con il principio della diligenza professionale, falsa o è idonea a falsare in misura

³²³ In realtà il dibattito sulla natura contrattuale o extracontrattuale della responsabilità da prospetto risulta superato, perché l'articolo 94 TUF dà luogo ad una fattispecie "mista", per via dell'onere della prova di favore per l'investitore, ma con prescrizione quinquennale.

apprezzabile il comportamento economico del consumatore medio che raggiunge o al quale è diretta. Il *greenwashing* rientra a pieno titolo in questa definizione.

Nella normativa in esame, originata dalla direttiva n. 29 del 2005 riflessa poi negli articoli dal 18 al 27 *quater* del decreto legislativo 206 del 2005 è assente un riferimento ai rimedi civilistici di tali pratiche³²⁴.

Assumono rilievo a tal fine i due valori della libertà del consumatore (nel corso del tempo la tutela del consumatore è stata estesa anche a fasi via via più lontane dal momento della conclusione del contratto ma che comunque assumono una rilevanza per la libertà del consumatore stesso) e dell'efficienza concorrenziale e correttezza del mercato³²⁵.

La direttiva prevede che il professionista debba comportarsi correttamente, ovvero con diligenza e buona fede. Quindi, pur avendo in primo luogo di mira il corretto funzionamento del mercato, questo bene giuridico si riverbera sugli individui e sulle singole posizioni giuridiche soggettive, come tipicamente accade in settori che si caratterizzano per la complementarità tra *public* e *private enforcement* andando a creare un doppio binario: mentre il diritto amministrativo punisce le pratiche che solo astrattamente sono idonee ad incidere sui consumatori (si punisce in tale contesto la violazione della pratica in sé e per sé perché lesiva del mercato) la prospettiva civilistica è diversa perché richiede l'accertamento della lesione in concreto di una situazione giuridica soggettiva in particolare attraverso la distorsione della volontà del consumatore investitore³²⁶.

L'art. 18 comma 1 lettera d del codice del consumo descrive la pratica commerciale come «qualsiasi azione, omissione, condotta o dichiarazione, comunicazione commerciale ivi compresa la pubblicità e la commercializzazione del prodotto, posta in essere da un professionista, in relazione alla promozione, vendita o fornitura di un prodotto ai consumatori» includendo così ogni forma di contatto tra professionista e consumatore³²⁷.

³²⁴ A.P. SEMINARA, *La tutela civilistica del consumatore di fronte alle pratiche commerciali scorrette*, in *I Contratti*, 6/2018, p. 689.

³²⁵ A.P. SEMINARA, *La tutela civilistica del consumatore di fronte alle pratiche commerciali scorrette*, cit., p. 690.

³²⁶ A.P. SEMINARA, *La tutela civilistica del consumatore di fronte alle pratiche commerciali scorrette*, *ibidem*.

³²⁷ D. LAMANNA DI SALVO, *La tutela del consumatore nell'ordinamento italiano tra strumenti privatistici e pubblicistici*, in *Giur. Mer.*, 12/2013, p. 2658B e ss.

L'art. 20 vieta al comma 1 ogni pratica commerciale scorretta, ossia, come si evince dal successivo comma, ogni pratica “contraria alla diligenza professionale, [...] falsa o idonea a falsare in misura apprezzabile il comportamento economico, in relazione al prodotto, del consumatore medio che essa raggiunge o al quale è diretta o del membro medio di un gruppo qualora la pratica commerciale sia diretta a un determinato gruppo di consumatori”³²⁸.

Tra le pratiche commerciali scorrette, quelle che assumono rilievo ai fini del presente lavoro sono quelle ingannevoli: ci si concentra, pertanto, su queste ultime. Ai sensi dell'articolo 21 viene “considerata ingannevole una pratica commerciale che contiene informazioni non rispondenti al vero o, seppure di fatto corretta, in qualsiasi modo, anche nella sua presentazione complessiva, induce o è idonea ad indurre in errore il consumatore medio riguardo ad uno o più dei seguenti elementi e, in ogni caso, lo induce o è idonea a indurlo ad assumere una decisione di natura commerciale che non avrebbe altrimenti preso”. Si evince che è sufficiente per la configurazione dell'illecito un'astratta idoneità di lesione della libertà del consumatore, c.d. illecito di pericolo³²⁹.

L'articolo prosegue elencando i possibili aspetti su cui si può verificare la decettività, tra cui: “a) l'esistenza o la natura del prodotto; b) le caratteristiche principali del prodotto, quali la sua disponibilità, i vantaggi, i rischi, l'esecuzione, la composizione, gli accessori, l'assistenza post-vendita al consumatore e il trattamento dei reclami, il metodo e la data di fabbricazione o della prestazione, la consegna, l'idoneità allo scopo, gli usi, la quantità, la descrizione, l'origine geografica o commerciale o i risultati che si possono attendere dal suo uso, o i risultati e le caratteristiche fondamentali di prove e controlli effettuati sul prodotto; c) la portata degli impegni del professionista, i motivi della pratica commerciale e la natura del processo di vendita, qualsiasi dichiarazione o simbolo relativi alla sponsorizzazione o all'approvazione dirette o indirette del professionista o del prodotto”. Come è stato osservato da parte della dottrina, nelle ipotesi tipiche previste dagli articoli 21 e seguenti, la scorrettezza professionale e la violazione della malafede influenti sulla libera scelta del consumatore si possono considerare oggetto di presunzione³³⁰.

³²⁸ A.P. SEMINARA, *La tutela civilistica del consumatore di fronte alle pratiche commerciali scorrette*, cit., p. 691

³²⁹ A.P. SEMINARA, *La tutela civilistica del consumatore di fronte alle pratiche commerciali scorrette*, cit., p. 691 e ss.

³³⁰ A.P. SEMINARA, *La tutela civilistica del consumatore di fronte alle pratiche commerciali scorrette*, cit., p. 691.

Anche l'omissione ingannevole assume rilievo. Ai sensi dell'articolo 22 del codice del consumo si considera ingannevole una pratica che «tenuto conto di tutte le caratteristiche e circostanze del caso, nonché dei limiti del mezzo di comunicazione impiegato, omette informazioni rilevanti di cui il consumatore medio ha bisogno in tale contesto per prendere una decisione consapevole di natura commerciale e induce o è idonea ad indurre in tal modo il consumatore medio ad assumere una decisione di natura commerciale che non avrebbe altrimenti preso» oppure quando «un professionista occulta o presenta in modo oscuro, incomprensibile, ambiguo o intempestivo le informazioni rilevanti di cui al comma 1». In caso di invito all'acquisto, ai sensi del comma 4, vengono elencate una serie di informazioni rilevanti, tra cui «le caratteristiche principali del prodotto in misura adeguata al mezzo di comunicazione e al prodotto stesso».

Come si può notare, per essere considerata rilevante la condotta può anche semplicemente essere idonea a plasmare il comportamento del consumatore medio: ciò significa che tale rilevanza va giudicata in astratto rispetto ad un soggetto ipotetico³³¹.

Come osservato dalla dottrina, nonostante la direttiva 20/09/2005 ambisse all'armonizzazione massima e si ponesse come obiettivo quello di tutelare al massimo grado il consumatore (considerando numeri 1 e 5), essa non prevede rimedi di carattere privatistico. L'ordinamento interno non ha tuttavia definito rimedi precisi e quindi occorre individuare con un'interpretazione sistematica quali sono le disposizioni potenzialmente applicabili vediamo quindi quali possono essere i rimedi astrattamente rilevanti, vagliando volta per volta la loro effettiva applicabilità.

Il primo rimedio potrebbe essere la nullità, prevista per contrarietà a norme imperative per mancanza di uno degli elementi essenziali di cui all'articolo 1325 oppure quando la causa o il motivo comune siano illeciti o quando l'oggetto manchi dei requisiti di cui all'articolo 1346. La dottrina esclude che si configuri nullità per contrarietà a norme imperative se il contratto è stipulato a seguito di una pratica commerciale violativa delle disposizioni del codice del consumo, perché il divieto di pratiche scorrette è rivolto al comportamento del professionista e non può conseguire nullità salvo che la legge stessa non lo preveda espressamente trattandosi di una regola di comportamento, analogamente

³³¹ A.P. SEMINARA, *La tutela civilistica del consumatore di fronte alle pratiche commerciali scorrette*, cit., p. 692.

alle considerazioni sopra svolte in tema di obblighi informativi nei mercati finanziari³³². Resta ferma la disciplina delle nullità di protezione laddove previste.

Altro rimedio sarebbe la responsabilità precontrattuale. Come visto, l'opinione tradizionale in giurisprudenza qualifica la responsabilità precontrattuale come *species* della responsabilità extracontrattuale ma ci sono pronunce recenti di segno contrario che la qualificano come responsabilità contrattuale. Nell'attuale ricostruzione della responsabilità precontrattuale non si distingue tra trattative e fase di formazione del contratto, rilevando ogni atto che sia finalizzato alla conclusione del contratto. Una pratica commerciale scorretta si può quindi considerare rilevante ai sensi dell'articolo 1337, purché sussista una relazione qualificata tra professionista e consumatore in vista della conclusione di un contratto. Ciò è coerente anche con le nozioni di comportamento economico e pratica commerciale, che tendono comunque alla conclusione di un contratto, oltre che con le descrizioni dei comportamenti generali di cui agli articoli 20, 21, 22 e 23 del codice del consumo che descrivono condotte attive e omissive di diffusione di pubblicità ingannevole.

Occorre però coordinare i concetti di buona fede civilistica e di diligenza, *ex* combinato disposto degli articoli 18 comma 1 lettera h e 20 del codice del consumo, perché non sono pienamente coincidenti. Infatti l'articolo 18, comma 1 lettera h, definisce la diligenza professionale come il normale grado della specifica competenza ed attenzione che ragionevolmente i consumatori attendono da un professionista nei loro confronti rispetto ai principi generali di correttezza e di buona fede nel settore di attività, sembrando richiedere al professionista un livello di attenzione e abilità superiore alla normale buona fede. La correttezza invece va intesa come adesione alle regole deontologiche consuetudinarie del commercio nel settore. Riconosciuta come sussistente un'ipotesi di responsabilità precontrattuale si riconosce pertanto il diritto al risarcimento del danno se la pratica abbia portato, per il consumatore, ad una situazione peggiore rispetto a quella raggiungibile in assenza di scorrettezza commerciale. Ciò accade può accadere in particolare in due ipotesi: nel caso in cui non si giunga alla conclusione del contratto per decisione del professionista oppure (ed è il caso qui potenzialmente rilevante) dello stesso consumatore che si renda conto della scorrettezza di controparte; in questo caso il

³³² V. *supra*, Capitolo III, par. 7.

consumatore può chiedere il risarcimento del danno nella misura dell'interesse contrattuale negativo, costituito dalle spese sostenute dalle occasioni mancate in vista del contratto la cui conclusione è stata impedita dalla scorrettezza del professionista.

Un'ulteriore qualificazione potrebbe essere all'interno della responsabilità extracontrattuale al di fuori dell'ipotesi di cui all'articolo 1337, in applicazione del 2043 cc.

La dottrina ha poi configurato un diritto all'esercizio di pratiche commerciali secondo i principi di buona fede e correttezza e realtà previsto dall'articolo 2 comma 2 lettera c bis del codice che, letto in combinato disposto con l'articolo 2043, permetterebbe di configurare un risarcimento civile per danno patito dal consumatore a seguito del suo mero contatto con la pratica commerciale, e ciò anche in assenza di un carattere precontrattuale del rapporto giuridico. Così è stato affermato per esempio con riferimento al disturbo alla riservatezza derivante da sollecitazioni commerciali non richieste. L'articolo 2043 è stato poi invocato anche per l'impatto di una pratica aggressiva sulla stabilità emotiva oppure per la mancata realizzazione di un interesse personale, per esempio per la comunicazione non veritiera della capacità di un prodotto di curare delle malattie.

Altra possibile qualificazione sarebbe nell'ambito della annullabilità. Si nota una certa somiglianza tra le pratiche commerciali scorrette e ingannevoli e aggressive e i casi di annullabilità per vizi della volontà, in particolare il dolo. Ai sensi dell'articolo 1439, il dolo è causa di annullamento del contratto quando gli artifici raggiunti sono stati tali che senza di essi l'altra parte non avrebbe contrattato. A tal proposito, è stato osservato dalla dottrina che se la disciplina delle pratiche commerciali non prevede l'intenzionalità dell'inganno, e nemmeno che derivi dall'altro contraente, diversamente il dolo civilistico presuppone l'intenzionalità. Inoltre, la disciplina del dolo civilistico distingue tra dolo determinante, causa di annullamento, e dolo incidente *ex* articolo 1440, che è semplicemente causa di risarcimento del danno nel caso di malafede. Occorrerà accertare per ogni singola pratica commerciale scorretta l'esistenza dei presupposti previsti dal codice civile. Si nota che l'ambito applicativo del dolo incidente coincide con i casi di responsabilità precontrattuale anche a contratto concluso. Il dolo incidente, infatti, consiste in raggiunti che portano a concludere un contratto ma a condizioni diverse, seppur non determinanti, per la conclusione dello stesso. In entrambi i casi la conseguenza è la

stessa, ossia il risarcimento del danno subito per la conclusione di un contratto a condizioni differenti da quelle che si sarebbero accettate senza i comportamenti scorretti.

Inoltre le omissioni ingannevoli di cui all'articolo 22 del codice del consumo sono assimilabili al dolo omissivo/reticenza, che è anch'essa ritenuta causa di annullamento del contratto, salvo che si rientri nell'ipotesi di dolo incidente.

Sempre con riguardo ai rapporti tra la pronuncia di ingannevolezza di una pubblicità da parte dell'AGCM e una sentenza di merito, la pronuncia è stata considerata un elemento indiziario per annullare il contratto a conferma di quanto sopra detto.

Nel contenzioso da pratiche ingannevoli il giudizio prognostico relativo alla capacità della condotta di danneggiare le controparte è di tipo oggettivo, in quanto riferito al parametro del consumatore medio³³³. In altre parole la scorrettezza non si riverbera automaticamente sull'invalidità del contratto né può essere considerata fonte di responsabilità per danni perché dovrà essere valutata l'idoneità a falsare la percezione o la determinazione volitiva dei consumatori, mentre nel diritto civile si guarda la materiale di distorsione della volontà negoziale valutando la divergenza tra volontà e dichiarazione nella singola fattispecie e quindi che la condotta abbia avuto concretamente effetto sul consenso del singolo a prescindere da eventuali effetti su altri consumatori.

13. Il *greenwashing* connesso a SFDR come atto di concorrenza sleale: riflessi di diritto privato

Il fatto di dichiarare false qualità di sostenibilità potrebbe rilevare ai sensi dell'art. 2598 c.c., o del D.lgs. 146/2007.

Commette atti di concorrenza sleale, ai sensi dell'art. 2598, n. 3, c.c., chiunque «si vale direttamente o indirettamente di mezzi non conformi ai principi della correttezza professionale idonei a danneggiare l'altrui azienda».

Anche in questo caso la valutazione è in termini di idoneità, ora intesa come capacità di danneggiare il concorrente.

Per quanto invece riguarda il D.lgs. 145/2007 è rilevante l'art. 2, riguardante la pubblicità ingannevole. È ingannevole quel messaggio promozionale idoneo a indurre in

³³³ A.P. SEMINARA, *La tutela civilistica del consumatore di fronte alle pratiche commerciali scorrette*, cit., riferito ai rimedi civilistici contro le pratiche commerciali scorrette.

errore i consumatori cui è destinato, pregiudicando il loro comportamento economico e che per tale ragione sia idoneo a danneggiare un concorrente.

Per considerare la pubblicità come ingannevole è sufficiente che il messaggio relativo a una qualità del prodotto o servizio sia in grado di (valutazione in astratto) portare il consumatore all'acquisto del prodotto.

Un'altra fonte rilevante è il codice di autodisciplina della comunicazione commerciale (c.a.), una fonte privatistica, ma adottata comunque dalla maggior parte del mercato italiano della pubblicità. Le norme del codice possono infatti costituire parametri per valutare l'etica e correttezza professionale e commerciale, ai sensi dell'art. 2598, n. 3, c.c.

Per quanto qui di interesse, l'art. 12 del c.a., così come modificato il 27 marzo 2014, si occupa specificamente della dichiarazione ambientale, prevedendo che i benefici ambientali dichiarati si basino su "dati scientificamente verificabili ed espressi in modo tale da far comprendere chiaramente a quale aspetto del prodotto o servizio si riferiscono". L'onere della prova della veridicità del messaggio, ex art. 6 del medesimo codice, incombe sull'inserzionista.

Queste disposizioni sono risultate determinanti nella sopra richiamata pronuncia del Tribunale di Gorizia. Nel caso specifico, dall'inquadramento come *greenwashing* della condotta del convenuto il tribunale ha assunto un provvedimento cautelare, poi riformato in appello, di tipo inibitorio (impedendo la diffusione dei messaggi pubblicitari) qualificandoli come atti di concorrenza sleale ai sensi dell'art. 2598, n. 3, c.c.

L'ingannevolezza è frutto di un'indagine del giudice di merito. Secondo la giurisprudenza autodisciplinare, richiamata dalla stessa ordinanza, invece, in caso di affermazioni ambientali l'ingannevolezza si potrebbe presumere³³⁴.

Sull'applicabilità di queste regole al *greenwashing* finanziario in senso lato, si potrebbe osservare che tali norme potrebbero essere ad esso estese ogniqualvolta in cui il discostamento dalle regole di trasparenza imposte da SFDR abbia prodotto un danno concorrenziale.

³³⁴ Comitato di controllo, 6 marzo 2017, n. 14, come citato nell'Ordinanza del Trib. Gorizia, Sez. Unica, 25 novembre 2021, n. 712, p. 5. La Commissione europea ha condotto un'indagine dal quale è emerso che potessero potenzialmente configurare pratiche commerciali sleali a norma del diritto dell'UE circa la metà dei casi v. Nota 15 F. PALAZZINI, *op. cit.* e dottrina *ivi* citata.

14. Altri strumenti di tutela: azione di classe, inibitoria collettiva...

Resta infine da esplorare la possibilità di esperire ulteriori rimedi rispetto alla giustizia ordinaria, che completano il quadro di tutela.

Tra questi rientrano i rimedi collettivi, quali le azioni collettive risarcitorie, in virtù della natura diffusa che può avere la condotta degli operatori finanziari su una moltitudine di clienti.

Si premette che le posizioni riguardanti una pluralità di soggetti hanno prevalentemente interessato il diritto amministrativo. Le posizioni soggettive possono infatti assumere una dimensione super-individuale (o meta-individuale) nella forma degli interessi diffusi e collettivi³³⁵. Qui il problema che si è posto ha riguardato la tutelabilità di interessi *prima facie* adespoti, ossia non riferibili ad un soggetto in posizione differenziata rispetto alla collettività indeterminata ma appartenenti, comunque, ad una pluralità di soggetti³³⁶.

La *class action* consumeristica è da distinguersi rispetto a quella pubblica di cui al decreto legislativo numero 198 del 2009 (cosiddetta *class action* pubblica) in quanto mentre quest'ultima riguarda il rapporto tra cittadini e pubbliche amministrazioni³³⁷, la *class action* privata concerne le eventuali lesioni di diritti di consumatori e utenti proteggendo questi dallo squilibrio di posizioni di mercato e può assumere connotati contrattuali o extracontrattuali³³⁸.

La recente riforma avutasi con la l. 12 aprile 2019, n. 31 ha significativamente ampliato la portata dell'azione di classe, che può ora essere intentata da chiunque intenda far valere "diritti individuali omogenei" (e non è quindi più limitata – come avveniva in passato – alla tutela dei diritti del "consumatore" o "utente" secondo le disposizioni del Codice del

³³⁵ Cfr. G. ALPA, *Interessi diffusi*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, IX, 1993, p. 610. Gli interessi diffusi sono adespoti, non qualificati sulla base dei requisiti di appartenenza del gruppo, mentre quelli collettivi sono propri di un ente esponenziale dotato di propria organizzazione.

³³⁶ R. GAROFOLI E G. FERRARI, *Manuale di diritto amministrativo. Parte generale e speciale*, cit., p. 1888.

³³⁷ L'art. 1 del D.Lgs. 198/2009 prevede che l'azione collettiva contro la PA o contro un concessionario di pubblici servizi possa tutelare i cittadini e gli utenti in 3 diverse situazioni:

1) in caso di mancata o tardiva emanazione di atti amministrativi generali, obbligatori e non aventi contenuto normativo che dovevano essere emanati dalla P.A. obbligatoriamente entro e non oltre un termine fissato da una legge o da un regolamento;

2) in caso di violazione degli obblighi contenuti nelle Carte di Servizi;

3) in caso di violazione di *standards* qualitativi ed economici.

³³⁸ R. GAROFOLI E G. FERRARI, *Manuale di diritto amministrativo. Parte generale e speciale*, cit., p. 1899.

Consumo). Inoltre, una class action può ora essere avviata in relazione a qualsiasi tipo di “diritto individuale omogeneo”, indipendentemente dal titolo azionato. È bene notare che tale tipo di azione si pone come rimedio aggiuntivo, ferma restando la possibilità di agire in giudizio con un’azione ordinaria.

La riforma ha riguardato l’introduzione, al termine del Libro IV del codice di procedura civile degli articoli 840 bis e segg., in un titolo creato ad hoc (l’VIII-bis). Grazie a queste modifiche, come lascia intendere la stessa collocazione, l’azione di classe è ora uno strumento di tutela a carattere generale e non più limitato alla sola categoria dei consumatori. L’azione di classe può essere un rimedio efficace quando ha ad oggetto diritti con scarsa rilevanza economica e che diversamente non verrebbero mai azionati dai rispettivi titolari (azioni di classe olistiche), come dimostrato dall’esperienza statunitense³³⁹. L’unico requisito per applicare la nuova normativa coincide con la sussistenza di un diritto individuale omogeneo (requisito ripreso e ampliato dalla previgente disciplina solo consumeristica). Come notato dalla dottrina infatti a differenza del modello seguito dagli Stati Uniti non vi è una preventiva definizione dei requisiti della classe³⁴⁰. Venendo alle domande ammissibili l’articolo 840 bis esplicita al secondo comma che possano essere richieste l’accertamento della responsabilità e la condanna al risarcimento dei danni e alle restituzioni³⁴¹. La legittimazione attiva spetta invece o ai singoli componenti della classe o a forme di aggregazione che rappresentino gli interessi di questi ultimi (associazioni e organizzazioni)³⁴². Quanto alla legittimazione passiva, invece, soggetti destinatari di un’azione di classe possono essere le imprese (o i gestori di servizi pubblici o di pubblica utilità).

Collegando quanto sopra affermato con il tema del *greenwashing* si potrebbe osservare che la fortuna delle azioni di classe in relazione a questa pratica potrebbe essere legata al fatto che gli errori cognitivi in materia vengano commessi sistematicamente e che quindi possano essere coinvolti gruppi di investitori avanti diritti individuali omogenei³⁴³.

³³⁹ P. COMOGLIO, commento all’art. 840 bis c.p.c., *Codice di Procedura Civile commentato*, consultato su *OneLegale Wolters Kluwer online*, par. 1

³⁴⁰ P. COMOGLIO, *op. cit.*, par. 2..

³⁴¹ P. COMOGLIO, *op cit.*, par. 3, con alcune perplessità di interpretazione individuate dallo stesso Autore.

³⁴² P. COMOGLIO, *op cit.*, par. 4.

³⁴³ Sul tema si veda M. SIRI, *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie e la product governance nei servizi finanziari*, in *Economia e diritto del terziario*, 1/2016.

Si aggiunge qui che così come è stata riformata, la *class action* può affrontare sia controversie tra investitori e operatori finanziari, sia tra imprese (B2B)³⁴⁴.

Un ulteriore aspetto da considerare consiste nella possibilità di aderire all'azione anche successivamente all'ordinanza che la ammette: il tribunale fissa, infatti, un termine compreso tra i 60 e i 150 giorni durante il quale possono esercitare l'*opt-in*, cioè aderire, anche altri aventi diritto che non avevano preso parte all'azione di classe prima di quel momento. Chiaramente, com'è stato osservato, questa è un'incognita per le imprese coinvolte, che dovrebbero comunque attendere diversi mesi prima di rendersi conto dei possibili oneri da sostenere, oneri che potrebbero essere davvero estesi se si considera il potenziale coinvolgimento delle associazioni. Si osserva anche la possibilità che i soggetti coinvolti possano porre in essere comportamenti opportunistici ossia attendere un'ordinanza favorevole prima di prendere parte alla class action rimanendo comunque liberi di agire in giudizio autonomamente se l'azione di classe viene poi respinta.

Un altro strumento introdotto con la stessa riforma è rappresentato dall'inibitoria collettiva esperibile nei confronti di autori le cui condotte abbiano leso una pluralità di soggetti. La legittimazione soggettiva è molto ampia perché oltre ad organizzazioni ed associazioni può attivare il rimedio chiunque vi abbia interesse. L'effetto consiste in un ordine del giudice di cessazione del comportamento o divieto di reiterazione dello stesso, sia esso commissivo od omissivo³⁴⁵.

15. Conclusioni

Giungendo al termine di questo capitolo e avvicinandosi alle conclusioni finali dell'intero lavoro, si osserva come la tematica della sostenibilità abbia fatto emergere profili non scontati riconducibili proprio alla peculiarità del tema in esame e che in parte scaturiscono dalla complessità del quadro normativo.

La scelta del legislatore europolitano di inserire in un regolamento successivo la disciplina dell'*enforcement* del regolamento *disclosure* non appare molto felice, in quanto non ha reso chiara fin dall'entrata in vigore del SFDR l'importanza di rispettarne le disposizioni, generando la percezione che molti comportamenti sarebbe stati ammessi.

³⁴⁴ V. F. CHIAVES-E. FERRERO-P. ORLANDI, *Greenwashing e nuova class action. Uno strano binomio incombe sul settore bancario?*, in *Diritto bancario*, 28 Novembre 2022.

³⁴⁵ Camera dei deputati, ufficio studi, *Provvedimento "Azione di classe"*, 1 settembre 2022, disponibile al link: https://www.camera.it/temiap/documentazione/temi/pdf/1128932.pdf?_1553848618347.

L'impianto attuale, sia esso pubblicistico sia esso privatistico, appare inadatto a garantire una effettiva applicazione di alcune parti tecniche delle normative, ad esempio la suddivisione dei prodotti in categorie. Per l'eventuale dibattito futuro, parrebbe giusto opportunamente distinguere tra i danni arrecati all'investitore e alla performance dell'investimento, da quelli arrecati più in generale all'obiettivo di transizione sostenibile.

Risultati della ricerca e riflessioni finali

Il regolamento SFDR aveva l'ambizione di eliminare gli ostacoli informativi sul tema dei prodotti finanziari sostenibili: occorre trarre le conclusioni su quanto l'intervento normativo sia riuscito nell'intento.

Quanto all'efficacia del regolamento SFDR rispetto all'obiettivo di protezione dell'investitore e di risoluzione delle asimmetrie informative, non possono fornirsi risposte rassicuranti. È stato evidenziato che il regolamento, in realtà, non fornisca una risposta adeguata e permangono numerose ambiguità. Infatti, la circostanza che la normativa si sia articolata in più livelli, raggiunti in tappe successive nel tempo, ha creato delle difficoltà di interpretazione³⁴⁶.

Inoltre, sebbene *prima facie* il termine "sostenibilità" possa apparire di facile definizione, si è visto come invece implichi uno sforzo ermeneutico notevole, soprattutto per arrivare a fornire una definizione da un punto di vista finanziario, dove le aspirazioni di arricchimento economico, quindi le tradizionali esigenze finanziarie, si accompagnano invece a scopi non patrimoniali, di contribuzione alla transizione sostenibile.

Si è visto che le categorie dei prodotti finanziari del regolamento SFDR non sono comprensibili sufficientemente, né per gli addetti ai lavori, ossia i destinatari dal punto di vista soggettivo delle nuove regole, che anzi hanno un posto in essere pratiche di *green bleaching*, né per gli investitori, come evidenziato anche da alcuni studi in materia. Le definizioni appaiono eccessivamente "aperte" e vaghe e la disciplina troppo complessa, soprattutto per l'investitore *retail*.

Stando a quanto già rilevato dalla Consob in un richiamo d'informativa del 4 marzo 2021³⁴⁷, molti investitori al dettaglio hanno quindi difficoltà a comprendere l'informativa,

³⁴⁶ D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, op. cit., in *European Banking Institute Working Paper Series 2021* - n. 70, 6 aprile 2021. V. anche F. FERRIANI- F. NATOLI, *ESG risks in times of Covid-19*, in *Appl. Econ. Lett.* 28/2021, pp. 1537–1541.

³⁴⁷ Sono stati anche i ritardi causati dal Covid-19 un altro punto critico che ha reso ulteriormente ostico coordinare le varie normative tra di loro. Cfr. G. AMATO, N. PIEROTTI e R. BENVENUTO, *Regolamento SFDR e norme tecniche di attuazione: la "sfida" delle sustainability disclosures*, in *Diritto bancario*, 15 marzo 2021. Cfr. Richiamo d'attenzione n. 3/2021. Il testo è disponibile presso: https://www.consob.it/documents/1912911/1921350/ra_2021_03.pdf/b0e217b4-65c9-7c3d-2628-82f637b0322e.

come dimostrato da alcuni test condotti³⁴⁸. Una parte consistente degli intervistati ha considerato la documentazione proposta di non facile comprensione e ha addirittura dubitato che il documento fosse destinato a consumatori³⁴⁹.

Inoltre, la tecnica normativa utilizzata dal legislatore eurounitario, imperniata su più livelli (disposizioni immediatamente precettive seguite da normative di dettaglio) se, da un lato, ha consentito maggiore flessibilità, dall'altro ha sollevato alcune problematiche. Questa scelta regolatoria ha infatti aggiunto un ulteriore elemento di complessità per gli investitori al dettaglio e di rischio di comportamenti opportunistici degli intermediari³⁵⁰. D'altra parte, lo stesso rischio era stato avvertito dal legislatore, che lo aveva palesato nei considerando del regolamento SFDR, ritenendo necessaria l'armonizzazione in materia di informativa sulle questioni legate alla sostenibilità per scongiurarlo³⁵¹. Come evidenziato da parte della dottrina, il fatto che permangano dei nodi irrisolti anche a seguito dell'emanazione della normativa di secondo livello, pone un concreto interrogativo di adeguatezza dell'intero impianto disegnato. Se prima dell'avvento della normativa di attuazione, infatti, si poteva individuare la criticità esclusivamente nei disallineamenti tra le varie normative, i persistenti vuoti e dubbi anche successivamente alle norme tecniche di attuazione destano non poche perplessità. In altre parole, le problematiche definitorie sollevate con l'entrata in vigore del regolamento SFDR sono rimaste solo in parte transitorie, destinate a dissolversi con il tempo una volta che gli RTS fossero entrati in vigore nel 2023, ma in altra parte anche persistenti. La stessa dottrina aveva evidenziato, già prima della pubblicazione degli RTS³⁵² che il fatto di demandare alla normativa secondaria la definizione di concetti chiave potesse alimentare, non

³⁴⁸ V. i test sui consumatori condotti dall'Autoriteit Financiële Markten (AFM) e dalla Warsaw School of Economics su richiesta dell'ESMA richiamati da Eurosif, *EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose*. Eurosif Policy Recommendations for Article 8 & 9 product labels, p. 11.

³⁴⁹ W. ZIJLSTRA, G. PUYLAERT e Z DU CHATTEL, *Consumer testing testing of pre-contractual and periodic ESG financial product information*, in AFM, 10/2020.

³⁵⁰ In materia si veda A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. dir. bancario*, III/ 2022, I, p. 525. V. e.g. M. CECCARELLI, S. RAMELLI, A.F. WAGNER, *Low-carbon Mutual Funds*, in *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper*, 2020, marzo 2023; esaminano l'importanza della sostenibilità nel mercato dei fondi comuni di investimento negli USA S.M. HARTZMARK, A.B. SUSSMAN, *Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows*, *Journal of Finance*, 2019, 74(6) pp. 2789-2837.

³⁵¹ V. Considerando 9 del Regolamento.

³⁵² V. A. DAVOLA, *The promise and perils of sustainable disclosure for retail investors. Does the sustainable financial disclosure framework tackle or rather promote greenwashing?*, in *Eusfil Research Working Paper Series*, 2022, n. 3, p. 1 e ss.

contrastare, il fenomeno del *greenwashing*. Ciò continua a creare ambiguità, soprattutto con riferimento alla sostenibilità sociale, inclusa dal regolamento SFDR non disciplinata, allo stato dei fatti, dal regolamento Tassonomia. Quest'ultima, infatti, definisce i criteri in base ai quali un'attività economica può essere considerata sostenibile dal punto di vista ambientale, la misurazione e la valutazione degli impatti; a tal riguardo, sarebbe stata importante l'integrazione con i profili sociali: diversamente, le relative disposizioni del regolamento SFDR rimangono prive di coercibilità e non potrebbero essere contestate. Con riguardo ai rapporti con la classificazione dei prodotti offerta da MiFID II e IDD, poi, si è visto che il raccordo è problematico in quanto le categorie tracciate da SFDR non combaciano totalmente con quelle proposte dalle altre normative sopra citate.

Ancora, oltre al primo e al secondo livello, si sono susseguite una serie di indicazioni di *soft law*; queste, da un lato, hanno avuto il pregio di accompagnare gli operatori nelle loro difficoltà interpretative, ma, dall'altro, hanno creato troppi punti di riferimento per avere una reale spiegazione di alcuni punti salienti di SFDR. Ad esempio, si pensi alla definizione data dal Q&A della Commissione sui prodotti ex articolo 8, imperniata sul concetto di promozione delle caratteristiche di sostenibilità inteso in senso molto lato. Rimane alto il rischio che l'investitore medio possa confondere la categoria *light green* con quella *dark green*, in quanto, sebbene nei RTS venga richiesto di evidenziare la categoria del prodotto barrando un'apposita casella, la differenza effettiva si coglie solo con una conoscenza approfondita di tutta la materia. Nonostante vi siano box informativi che dovrebbero agevolare la comprensione, potrebbe non risultare chiaro distinguere tra investimenti sostenibili con obiettivo ambientale/sociale o con mera promozione di caratteristiche ambientali/sociali.

Alcuni studi, poi, si sono occupati più specificamente di analizzare i fondi comuni di investimento, interrogandosi, innanzitutto, sugli effetti dell'intervento regolatorio. Uno studio ha analizzato il mercato sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta, confrontando i fondi europei interessati dal regolamento con quelli aventi sede negli USA. I risultati hanno mostrato, in effetti, che i fondi ESG attraggono maggiormente i capitali degli investitori³⁵³. Per quanto riguarda l'offerta di fondi, il regolamento SFDR

³⁵³ M.G. BECKER-F. MARTIN-A. WALTER, *The power of ESG transparency: the effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors*, in *Finance Research Letters*, 9 novembre 2021, p. 2 e l'ampia letteratura ivi citata.

incentiva i gestori ad aumentare i loro sforzi verso la sostenibilità. I fondi dell'UE, che sono interessati dalle nuove norme sulla *disclosure*, hanno aumentato i loro punteggi ESG più dei fondi nel gruppo di controllo non UE. Per quanto riguarda la domanda, i risultati hanno indicato che l'intervento ha avuto un impatto statisticamente significativo sui flussi di fondi nei primi quattro mesi successivi all'intervento. I fondi degli articoli 8 e 9 hanno registrato afflussi netti positivi rispetto a quelli meno sostenibili³⁵⁴.

Sono inoltre state evidenziate incongruenze tra il regolamento *disclosure* e altri sistemi di etichettatura già presenti sul mercato³⁵⁵. Ad esempio, si registrano una serie di divergenze con il Regno Unito. Tra queste, il fatto che non venga richiesto per i fondi di rispettare il principi del "non nuocere in modo significativo» mentre si concentrano su "informazioni più granulari" sulle metriche a cui contribuiscono. I fondi di cui all'art. 8, in particolare, dovranno rispettare tali requisiti informativi ulteriori e in caso contrario l'etichetta di sostenibilità verrebbe rimossa dall'autorità inglese; questo potrebbe creare ulteriore confusione e complessità nel caso in cui invece tali fondi fossero invece rispondenti ai requisiti europolitani.

Secondo Morningstar, inoltre, le società di fondi comuni adottano approcci diversi per classificare i fondi negli articoli 8 e 9, in base alla loro diversa interpretazione di SFDR. Come osservato anche dall'Autorità olandese dei mercati finanziari, la descrizione degli

³⁵⁴ Si è osservato che l'asimmetria informativa è amplificata dal comportamento dei gestori che praticano l'"ESG-washing", cfr. B. CANDELON-J.B. HASSE-Q. LAJAUNIE, *ESG-Washing in the Mutual Funds Industry? From Information Asymmetry to Regulation*, in *Risks*, 9/21, pp. 199, p. 2. Negli Stati Uniti la scelta del nome di un fondo è legata alla sua natura, mentre non così accade nell'Unione europea. Sono quindi emersi sistemi di etichettatura privati, che tuttavia, ad avviso di parte della dottrina, hanno fallito nell'obiettivo di fornire informazioni trasparenti (M. STATMAN-D. GLUSHKOV, *Classifying and measuring the performance of socially responsible mutual funds*, in *The Journal of Portfolio Management* 42/2016, 140–51; B. CANDELON, J.B. HASSE-Q. LAJAUNIE, *ESG-Washing in the Mutual Funds Industry? From Information Asymmetry to Regulation*, cit., pp. 199, p. 2. Alcuni Stati, come Francia e Belgio, hanno quindi istituito etichette pubbliche (come si è avuto modo di osservare nel capitolo I) nel medesimo scopo di ovviare all'asimmetria informativa sulle informazioni non finanziarie. Proprio in questo contesto si sono inseriti i regolamenti Tassonomia e "disclosure", volti a armonizzare il lessico utilizzato per descrivere la *performance* extra-finanziaria dei fondi comuni. Uno studio ha in effetti dimostrato che SFDR riesce nell'intento di convogliare i capitali verso la sostenibilità confrontando fondi UE con fondi USA. Al contempo, tuttavia, le nuove etichette aumentano il rischio di sopravvalutazione dei fattori ESG, v. Y. BOFINGER-K.J. HEYDEN-B. ROCK, *Corporate social responsibility and market efficiency: Evidence from ESG and misvaluation measures*. *J. Bank. Finance* 134, 2022. M.G. BECKER-F. MARTIN-A. WALTER, *The power of ESG transparency: the effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors*, cit., p. 5.

³⁵⁵ The importance of labels for sustainable investments: SFDR versus Morningstar globes Fabrizio Ferriani, p. 1. S.B. RAMOS-M.C. CORTEZ-SILVA – F. FLORINDA, *Divergence in Mutual Fund Sustainability Labelling*, 2022, "SFDR Article 8 and Article 9 Funds: 2021 in Review," *Morningstar Research*.

obiettivi del fondo potrebbe essere più chiara e l'osservanza degli obblighi di trasparenza di cui all'articolo 8 o 9 più specifica³⁵⁶.

Viene da chiedersi se questo tipo di regolazione sia migliore rispetto alla situazione precedente caratterizzata dalla sua assenza. Il rischio è infatti quello di favorire una percezione di conformità del comportamento della controparte rispetto agli obblighi SFDR da parte del consumatore, percezione che però non corrisponde a verità, con il rischio di scelte non realmente consapevoli. Con riguardo invece alle criticità insite nelle specifiche scelte di regolazione, questo sistema rischia di alimentare la dispersione informativa e i costi transattivi connessi alla ricerca dell'informazione. Il modello *comply or explain*, pur spiegabile come strategia per incentivare comportamenti sostenibili, potrebbe però spingere ancora una volta verso comportamenti opportunistici per evitare conseguenze reputazionali, e quindi a presentare come sostenibili prodotti che in definitiva non lo sono, in assenza di qualsiasi conseguenza. Ciò appare ancora più critico per la sostenibilità sociale e la *governance*, che sono ancor più sprovviste di riferimenti definitivi certi per la eterogeneità con il rischio di valutazioni divergenti per il medesimo prodotto. In questo contesto i RTS non hanno offerto il miglioramento sperato ed anzi hanno contribuito all'eccessivo ammontare di informazioni. La parte relativa all'esprimere valutazioni sui *benchmark*, ad esempio, risulta sproporzionata rispetto all'effettivo grado di conoscenza dell'investitore medio, più interessato ad informazioni quali la *performance* o l'effettivo contributo di sostenibilità dello stesso³⁵⁷.

Occorre, in definitiva, interrogarsi sulla reale entità di questo “ecologismo”³⁵⁸. Per quanto possa apparire paradossale, infatti, nel voler contrastare il fenomeno del *greenwashing* si sono in realtà originate altre occasioni di ingannevolezza, e relativa possibile responsabilità, non tanto facilmente controllabili.

³⁵⁶ S.B. RAMOS-M.C. CORTEZ-SILVA – F. FLORINDA, *Divergence in Mutual Fund Sustainability Labelling*, cit., pp. 25 e 26.

³⁵⁷ V. A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, cit., pp. 531 e 532 e dottrina *ivi* citata.

³⁵⁸ Morningstar, *Will the SFDR Prevent Greenwashing?*, disponibile al link: <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/213385/will-the-sfdr-preventgreenwashing>. H. SILVOLA e T. LANDAU, *Sustainable Investing: Beating the Market with ESG*, 2021.

Alcuni hanno infatti evidenziato come siano in effetti presenti comportamenti di *greenwashing*³⁵⁹, per contrastare i quali dovrebbero aversi quattro diversi livelli di sostenibilità, non tre come attualmente. La prima categoria, quella dei fondi ex art 9, viene giudicata adeguata perché l'investimento è circoscritto ad azioni in quantità limitata e in linea con l'investimento tematico. La categoria che appare invece eterogenea al suo interno è quella dei fondi ex art. 8³⁶⁰ (qualcuno l'ha definita "catch-all category"³⁶¹).

Per quanto interessa ai fini del presente lavoro, occorre osservare che l'opacità delle attuali categorie di prodotti SFDR può esporre i partecipanti ai mercati finanziari ad accuse di *misselling* e a rischio reputazionale se i clienti o le autorità di vigilanza nazionali non condividono la loro interpretazione delle disposizioni del regolamento. In mancanza di interventi da parte delle autorità dell'Unione potrebbero intervenire quelle nazionali, a scapito del mercato unico ed accentuando la frammentazione del mercato³⁶².

Lo studio del *greenwashing* finanziario è solo agli albori. Si è cercato di mettere in luce come in realtà dietro all'espressione *greenwashing* (o forse, più correttamente, *ESG-washing*), in particolare con riguardo al regolamento SFDR, possano celarsi condotte molto diverse, alcune delle quali di effettiva sopravvalutazione degli aspetti di sostenibilità, altre comunque contrassegnate da ingannevolezza. Le condotte possono essere attive (riconducibili ad una "frode"), od omissive (non adempiere a obblighi informativi previsti dal regolamento) e determinare tanto conseguenze patrimoniali, quanto non patrimoniali. Si è enfatizzata la problematicità della condotta di *green bleaching*, ossia, come visto, la pratica di decidere di proposito di non dichiarare i benefici

³⁵⁹ Y. RANNOU, M.A. BOUTABBAB e M. MERCADIER, *How green are SRI labelled funds? Insights from a Machine Learning based clustering approach*, disponibile al link https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4037373, p. 24.

³⁶⁰ Y. RANNOU, M.A. BOUTABBAB e M. MERCADIER, *How green are SRI labelled funds?*, cit., p. 24-25.

³⁶¹ D. ABATE-F. BONARDI, *Fondi ESG: nomenclatura tra forma e sostanza*, in *Diritto Bancario*, 24 Novembre 2022, disponibile al link: <https://www.dirittobancario.it/art/la-nomenclatura-dei-fondi-esg-tra-forma-e-sostanza/>.

³⁶² Stando ai dati forniti da Morningstar, nel primo trimestre del 2022 il 47% dei nuovi fondi è stato lanciato come fondi Articolo 8 o Articolo 9. Esaminando attentamente i prodotti offerti si scopre però che gli approcci alla classificazione sono molto diversi tra loro. Eurosif, *EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose*. Eurosif Policy Recommendations for Article 8 & 9 product labels, p. 6.

Eurosif, *EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose*. Eurosif Policy Recommendations for Article 8 & 9 product labels, p. 4

ambientali di un prodotto o servizio per evitare gli obblighi di rendicontazione e trasparenza che derivano da tali dichiarazioni³⁶³.

Quali e quanto debbano essere ritenute rilevanti queste condotte è una questione che non ha trovato risposta immediata. In ogni caso, sembra che i destinatari finali dei prodotti finanziari sostenibili non siano sprovvisti di rimedi di diritto privato. All'infuori dell'asserita nullità, infatti, che difficilmente troverebbe accoglimento, non sembra così estraneo al sistema poter invocare l'invalidità del contratto perché viziato da dolo (sempre che un dolo ci sia stato); ma, ancor più facilmente, il rimedio del risarcimento del danno.

Gli ostacoli ad un *private enforcement* da *greenwashing* finanziario (in quanto caso per pratiche collegate all'applicazione del regolamento SFDR), dopo aver analizzato il contesto italiano, si ritiene, allora, possano essere principalmente due: uno normativo e uno soggettivo.

Quello normativo si ascrive al fatto che, attualmente, il diritto civile in Italia si basa sull'effettiva esistenza di un danno, per lo più patrimoniale e patito da un singolo individuo. L'entrata in vigore della Costituzione, che ha dato valore alla persona, a prescindere dalla sua valenza economica, e anche ad alcuni interessi collettivi, come l'ambiente, ha sicuramente aperto a nuovi scenari, più benevoli nei confronti di pretese non ascrivibili alla patrimonialità. Da ultimo, le recenti modifiche alla Carta, tra cui l'inserimento del concetto di sostenibilità, testimoniano la maggiore attenzione verso questo ambito. Per accompagnare questa crescente importanza potrebbe allora essere utile potenziare l'apparato rimediale, dando maggiore spazio a strumenti di tipo inibitorio, più che risarcitorio. Sia gli strumenti di *command&control*³⁶⁴, con l'imposizione di obblighi,

³⁶³ V. i diversi interventi sul sito "ESG news", che racchiude numerosi aggiornamenti in tema di finanza sostenibile tra cui, in particolare, quello del 30 agosto 2022: *Fondi ESG: occhio a riclassificarli secondo gli art. 8 e 9 SFDR*, disponibile al link: <https://esgnews.it/investimenti/societa-di-asset-management/fondi-esg-occhio-a-riclassificarli-secondo-gli-art-8-e-9-sfdr/>.

³⁶⁴ Come osserva S. VERNILE citando L. PARDI con riguardo ai sistemi di *command and control*: «i) la loro deterrenza si basa esclusivamente sulle sanzioni, con la conseguenza che, per un verso, sono poco idonei a conservare l'ambiente o ripristinarne la funzionalità una volta che la condotta sia stata posta in essere, per altro verso, le imprese spesso trovano più conveniente economicamente inquinare e sopportare i costi delle sanzioni; ii) spesso tali strumenti non riescono ad assicurare una tutela forte dell'ambiente perché le amministrazioni non dispongono delle risorse tecnico-scientifiche per la corretta individuazione degli standard di tutela più adeguati ed efficaci; iii) non incentivano la ricerca di soluzioni migliorative rispetto a quelle raggiunte tramite l'applicazione degli standard fissati; iv) colpiscono tutti indistintamente e difficilmente riescono ad essere modulati rispetto alle peculiarità territoriali o di mercato relative all'intervento», così nt. 4 in S. VERNILE, *L'ambiente come "opportunità". Una riflessione sul contributo alla tutela ambientale da parte del "secondo" e del "quarto settore" tra greenwashing, economia circolare e nudge regulation*, in *Il diritto dell'economia*, 3/2022, p. 24, che cita L. PARDI, *Gli strumenti di mercato a*

sia quelli di *disclosure* (obbligatoria o volontaria) appaiono spesso inidonei a preservare un sistema o a ripristinarne la funzionalità una volta che, ormai, la condotta lesiva sia stata posta in essere.

L'ostacolo soggettivo si sostanzia nel fatto che pare difficile, alla luce di tutte le complicazioni applicative e interpretative della normativa, individuare investitori, soprattutto al dettaglio, davvero consapevoli che si sia realizzata una qualche forma di danno. Il regolamento SFDR è infatti estremamente elitario: si rivolge a pochi, specialisti; crea *ex novo* categorie solo apparentemente semplici, affidando il compito di chiarirle ad atti successivi, i quali arrivano a coprire i vuoti solo parzialmente.

tutela dell'ambiente. "Nuove" forme di partecipazione, responsabile e sussidiaria, dei privati all'esercizio delle funzioni, Napoli, 2012, 85 ss.. Cfr. anche R. VANNINI, Voce "command and control", in *Dizionario di Economia e Finanza online Treccani*, 2012.

BIBLIOGRAFIA

Monografie e articoli su rivista

- 2DII LEGAL ANALYSIS, *'Fighting greenwashing... what do we really need?'*, disponibile al link <https://2degrees-investing.org/resource/fighting-greenwashing-what-do-we-really-need/>;
- ABATE D.-BONARDI F., *L'informativa ESG nel caso di fondi comuni di investimento ex art. 8 del Reg. 2088/2019*, in *Diritto Bancario*, 25 ottobre 2021;
- ADRIA F.-LINCiano N.-QUARANTA F.-SOCCORSO P., *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza. Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani*, in *Consob - Discussion papers N. 11*, novembre 2022, pp. 7 ss.;
- AFFERNI G., *Causalità e danno nella responsabilità civile per false informazioni sui mercati finanziari: il caso Italease*, in *Le Società*, 2015, n. 7, pp. 849 ss.
- ALAMANNI A., *L'interesse ambientale nella prospettiva civilistica. Riflessi sulla responsabilità civile*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, 18/2023, pp. 318 ss.;
- ALBANESE A., *L'assicurazione sulla vita*, in *Diritto delle assicurazioni*, a cura di M. Franzoni, Bologna, 2016, p. 92 ss.;
- ALHAMOOD A.-HE X.-TIAN J.-WANG L.-WANG Y., *The double-materiality concept. Application and issues*, in *Global Reporting Initiative (GRI)*, maggio 2021;
- ALPA G., *Interessi diffusi*, in *Dig. disc. priv.*, sez. civ., IX, Torino, 1993, 610 ss.;
- ALPA G., *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «sostenibilità»*, in *Contr. Impr.*, 2021, 3, p. 721 ss.;
- AMATO G.-PIEROTTI N.-BENVENUTO R., *Regolamento SFRD e norme tecniche di attuazione: la "sfida" delle sustainability disclosures*, in *Diritto Bancario*, 15 marzo 2021;
- ANAGOL S.-COLE S.-SARKAR S., *Understanding the Advice of Commissions-Motivated Agents: Evidence from the Indian Life Insurance Market*, in *Review of Economics and Statistics*, 2017, 99.1: 1-15;

- ANGELICI C., *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d'impresa*, in *Riv. soc.*, 1/2018, pp. 3 ss.;
- ANGNER E., *Economia comportamentale: guida alla teoria della scelta*, Milano, 2017;
- BARCELLONA M., *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009;
- BARCELLONA M., *Responsabilità extracontrattuale e vizi della volontà contrattuale*, in www.judicium.it;
- BARTOLOMUCCI P., *Ancora sugli obblighi informativi nel settore del mercato finanziario: tra doveri dell'intermediario e principio di autodeterminazione dell'investitore*, in *NGCC*, 2009 p. 440;
- BECKER M.G.- MARTIN F.-WALTER A., *The power of ESG transparency: the effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors*, in *Finance Research Letters*, 9 novembre 2021;
- BICCIATO F., *Disciplina esg e doppia materialità per la transizione*, in *ESG business review*, 15 giugno 2022;
- BOFINGER Y.- HEYDEN K.J.- ROCK B., *Corporate social responsibility and market efficiency: Evidence from ESG and misvaluation measures*, in *J. Bank.&Finance*, 134/2022;
- BOLTON, P.- FREIXAS X.- SHAPIRO J., *Conflicts of interest, information provision and competition in the financial services industry*, in *Journal of Financial Economics* 85/2007, pp. 297 ss.;
- BONI L.-BENGO I., *Sostenibilità: il regolamento Sfdr farà emergere l'impatto dei prodotti finanziari. Assieme alla lotta al greenwashing, le conseguenze sociali e ambientali degli strumenti di investimento sono gli elementi chiave delle norme Ue 2088/2019*, in *IlSole24ore*, 11 marzo 2021 disponibile al link: https://www.ilsole24ore.com/art/sostenibilita-regolamento-sfdr-fara-emergere-l-impatto-prodotti-finanziari-ADNxQSPB?refresh_ce=1;
- BRECCIA U., *Le obbligazioni*, in *Tratt. Iudica, Zatti*, Milano, 1991, pp. 653 ss.;
- BUSCH D., *Product Governance and Product Intervention under MiFID II/MiFIR*, in *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, a cura di D. Busch-G. Ferrarini, Oxford University Press, 2016, pp. 253 ss.;

- BUSCH D., *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, in *European Banking Institute Working Paper Series 2021* - n. 70, 6 aprile 2021;
- CALLEGARI M., *Il recepimento della direttiva MiFID II e l'adeguamento al regolamento MiFIR. La disciplina di attuazione*, in *Diritto ed economia dell'impresa*, 4/2018, pp. 515 ss.
- CANDELON B.-HASSE J.B.-LAJAUNIE Q., *ESG-Washing in the Mutual Funds Industry? From Information Asymmetry to Regulation.*, in *Risks*, 9/21, pp. 199 ss.;
- CAPRIGLIONE F., *Il dopo covid-19: esigenza di uno sviluppo sostenibile*, in *Nuova Giur. Civ.*, 5/2020- Supplemento, pp. 26 ss.;
- CAPRIGLIONE F., *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1/2021, pp. 241 ss.;
- CARIDI V., *Danno e responsabilità da informazione al mercato secondario*, Milano, 2012;
- CARLIN B.- MANSO G., *Obfuscation, Learning, and the Evolution of Investor Sophistication*, in *Review of Financial Studies* 24/2011;
- CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, pp. 443 ss.;
- CASTRONOVO C., *Tra contratto e torto. L'obbligazione senza prestazione*, in *Scritti in onore di L. Mengoni*, I, Milano, 1995, pp. 148 ss.;
- CATENACCI M.-SANNA P., *I consultation paper di ESMA e EIOPA in materia di investimenti sostenibili*, 8 marzo 2019, in *Diritto bancario*, 8 marzo 2019;
- CECCARELLI M.-RAMELLI S.-WAGNER A.F., *Low-carbon Mutual Funds*, in *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper*, 2020, pp. 659 ss.;
- CHEREDNYCHENKO O., *Financial regulation and civil liability in European law: towards a more coordinated approach?*, in *Financial Regulation and Civil Liability in European Law*, OLHA CHEREDNYCHENKO, MADS ANDENAS, Edward Elgar Publishing;
- CHIAVES F.-FERRERO E.- ORLANDI P., *Greenwashing e nuova class action. Uno strano binomio incombe sul settore bancario?*, in *Diritto bancario*, 28 Novembre 2022;

- CHRISTENSEN L.T.-MORSING M.-THYSSEN, O., *CSR as aspirational talk*, in *Organization*, 20, pp. 372 ss.;
- CIAN M., *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 3/2021, pp. 1131 ss.;
- CISOLA M., *Il servizio di consulenza in materia di investimenti*, in *Diritto bancario*, 22 maggio 2020;
- CIVALE F., *Procedure di governo e controllo sui prodotti bancari al dettaglio*, in *Diritto bancario*, 24 gennaio 2019;
- COLAERT V., *Integrating Sustainable Finance into the MiFID II and IDD Investor Protection Frameworks*, in *Jan Ronse Institute for company & financial law – Working Paper No 2020/06*, novembre 2020;
- COLAERT V., *Investor Protection in the Capital Markets Union* in *Capital Markets Union in Europe* a cura di D. Busch-Emilios Avgouleas-G. Ferrarini, Oxford, 2018;
- COLLONNELLO D., *Rischio di mis-selling per il risparmiatore retail: strategie normative e prospettive in ambito europeo*, in *Diritto bancario*, 11 Maggio 2022;
- CORRIAS P., *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2009, pp. 89 ss.;
- COSTA D.-GENTILE M.-LINCIANO N., *Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB*, in *Consob-Finanza sostenibile*, 3, novembre 2022;
- COSTI R.-ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, III, Padova, 2004, pp. 173 ss.;
- Dal Maso D. (a cura di), *Investire nella sostenibilità. Diffusione e prospettive SRI nel private banking*, Milano, 2019;
- DAL MASO D.-FIORENTINI G. (a cura di), *Creare valore a lungo termine*, Milano, 2013;
- DAVOLA A., *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. dir. bancario*, III/ 2022, I, pp. 515 ss.;

- DAVOLA A., *The promise and perils of sustainable disclosure for retail investors. Does the sustainable financial disclosure framework tackle or rather promote greenwashing?*, in *Eusfil Research Working Paper Series*, 2022, pp. 1 ss.;
- DE GIOIA CARABELLESE P.-DAVINI S., *Derivati sostenibili, “green-washing” e tutela legale: dallo “stakeholder” al “green stakeholder”*, in *Rivista Giuridica AmbienteDiritto*, 3/2021, pp. 1 ss.;
- DEL GIUDICE A., *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, Torino, 2019;
- DELLA NEGRA F., *I rimedi per la violazione di regole di condotta MIFID II: una riflessione di diritto UE*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 5/2020, pp. 700 ss.;
- DI CAPRIO A., *Nuovi orizzonti in materia di risarcibilità dei danni ambientali non patrimoniali*, in *Diritto.it*, 1 giugno 2006;
- DI MAGGIO P. J.-POWELL W., *The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields*, in *American Sociological Review*, 48/1983, pp. 147 ss.;
- DI MAJO A., *L'obbligazione senza prestazione approda in Cassazione*, in *Corr. giur.*, 4/1999, pp. 441 ss.;
- FALCHI A.-GROLLEAU G.-MZOUGH N., *Why companies might under-communicate their efforts for sustainable development and what can be done?*, in *Business strategy and the environment*, 31/2022, pp. 1938 ss.;
- FECHT, F.-HACKETHAL A.,-KARABULUT Y., *Is proprietary trading detrimental to retail investors?*, in *Discussion paper, Deutsche Bundesbank*, 42/2013;
- FERRARINI G., *Sollecitazione del risparmio e quotazione in Borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. Colombo e G. B. Portale, Vol. 10, Torino, 1993, pp. 292 ss.;
- FERRERO E., *Lo sviluppo sostenibile tra etica e diritto*, in *Ambiente e sviluppo*, 5/2021, pp. 358 ss.;
- FERRIANI F., *The importance of labels for sustainable investments: SFDR versus Morningstar globes*, in *Applied Economics Letters*, 19 luglio 2022;
- FERRIANI, F., NATOLI, F., *ESG risks in times of Covid-19*, in *Appl. Econ. Lett.*, 28/2021, pp. 1537 ss.;

- FISCH JILL E., *Making Sustainability Disclosure Sustainable*, in *The Georgetown Law Journal*, 107/2019, pp. 923 ss.;
- FÖRSTER P., *The Double Materiality Principle (Article 19a NFRD) as Proposed by the Corporate Sustainability Reporting Directive: An Effective Concept to Tackle Green Washing?*, in *European Yearbook of International Economic Law*. Springer, Berlin, Heidelberg, 22 novembre 2022, pp. 1 ss.;
- Forum per la finanza sostenibile, *Gli investimenti sostenibili in Italia. Tendenze e prospettive di mercato*, 2021, disponibile al link <https://finanzasostenibile.it/attivita/panoramica-investimenti-sostenibili-italia/>;
- Forum per la finanza sostenibile. *Greenwashing e finanza sostenibile: rischi e risorse di contrasto*, disponibile al link https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2022/11/Greenwashing_ITA_WEB.pdf;
- FRANKE G.-MOSK T.-SCHNEBEL E., *Fair Retail Banking: How to Prevent Mis-selling by Banks*, in *White Paper No. 39 SAFE: Sustainable Architecture for Finance in Europe Konstanzer Online-Publikations-System (KOPS)*, 2016, pp. 1 ss.;
- FRIGESSI DI RATTALMA M. (a cura di), *The Dieselgate. A Legal Perspective*, Berlino, 2017;
- FRIGESSI DI RATTALMA M., *La qualificazione delle polizze linked nel diritto dell'Unione europea*, in *Assicurazioni*, 1/2013, 2 ss.;
- FURLOW N., *Greenwashing in the New Millennium*, in *The Journal of Applied Business and Economics*, 10/2010, pp. 22 ss.;
- GARGANTINI M.-SIRI M., *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union*, in *ECMI Working Paper no 15*, novembre 2022;
- GAROFOLI R.- FERRARI G., *Manuale di diritto amministrativo. Parte generale e speciale*, Molfetta, 2021;
- GIANGUALANO P.- SCHWIZER P., *Comunicare la sostenibilità il punto di vista degli emittenti* in *Investire nella sostenibilità. Diffusione e prospettive SRI nel private banking*, a cura di D. Dal Maso, Milano, 2019;
- GIGERENZER G., *The heuristics revolution: rethinking the role of uncertainty in finance*, in *The Behavioral Finance Revolution. A New Approach to Financial*

- Policies and Regulations*, a cura di R. Viale-S. Mousavi-B. Alemanni-U. Filotto, Elgar, 2018, 115;
- GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008;
 - GRISI, G., *Informazione (obblighi di)*, in *Enc. dir.*, Milano, 2011, pp. 596 ss.;
 - GSELL B.- MÖLLERS M.J. (a cura di), *Enforcing Consumer and Capital Markets Law. The Diesel Emissions Scandal*, Cambridge, 2020;
 - HARTZMARK S.M.-SUSSMAN A.B., *Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows*, in *Journal of Finance*, 74/2019, 2789 ss.;
 - HOOGHIEMSTRA S.N., *The ESG Disclosure Regulation – New Duties for Fund Managers & Distributors*, in *ACE Comptabilité, fiscalité, audit, droit des affaires au Luxembourg*, 7/2020;
 - IBM, *Meet the 2020 consumers driving change. Why brands must deliver on omnipresence, agility, and sustainability*, 2020, disponibile al link <https://www.ibm.com/downloads/cas/EXK4XKX8>;
 - INDERST R.-OTTAVIANI M., *(Mis)selling through Agents*, in *American Economic Review* 99/2009, pp. 883 ss.;
 - IRALDO F.-MELIS M., *Green Marketing. Come evitare il greenwashing comunicando al mercato il valore della sostenibilità*, Milano, 2012;
 - JENSEN M.C.- MECKLING W.H., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 3/1976, pp. 305 ss.;
 - KOTOWITZ Y., *Moral Hazard*, in *Allocation, Information and Markets*, a cura di J. Eatwell- M. Milgate- P. Newman, P., Londra, 1989;
 - LAGOARDE-SEGOT T., *Financialization: Towards a New Research Agenda*, in *International Review of Financial Analysis*, 51/2016, 113 ss.;
 - LAMANNA DI SALVO D., *La tutela del consumatore nell'ordinamento italiano tra strumenti privatistici e pubblicistici*, in *Giur. Mer.*, 12/2013, 2658 ss.;
 - LAMBERT T., *How to Regulate: A Guide for Policymakers*, Cambridge, 2017;

- LASHITEW A., *Corporate uptake of the Sustainable Development Goals: Mere greenwashing or an advent of institutional change?*, in *Journal of International Business Policy*, 4(1)/2021, pp. 184 ss.;
- LASHITEW A., *Corporate uptake of the Sustainable Development Goals: Mere greenwashing or an advent of institutional change?*, in *Journal of International Business Policy*, 4/2021, pp. 184 ss.;
- LIBERTINI M., *La comunicazione pubblicitaria e l'azione delle imprese per il miglioramento ambientale*, in *Giur. comm.*, 2/2012, 331 ss.;
- MANTOVANI M., *Vizi incompleti del contratto e rimedio risarcitorio*, Torino, 1995;
- MARCATAJO G., *Trasparenza del mercato, tutela del consumatore e greenwashing*, in *Jus vita e pensiero*, 2022, 184 ss.;
- MARTYSZ C. B.-RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study – Circumstances surrounding the occurrence of misselling*, in *International Journal of Management and Economics*, 57/2021, pp. 121 ss.;
- MARUCCI M., *Finanza sostenibile e Tassonomia europea. Una spinta verso l'economia verde*, in *Inapp Paper*, 35/2022 pp. 3 ss.;
- MARULLO REEDTZ P., *Rischi climatici, finanza e banche centrali, Relazione al Convegno ICMA and ASSIOM FOREX Conference Developments in the Green, Social and Sustainability Bond Markets – Italy and Europe*, 28 novembre 2019, disponibile al link <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2019/Reedtz-28112019-ICMA-p.pdf>;
- MOCCI F.-FACCHINI J., *Product governance: Le linee guida ESMA di definizione del target market*, in *Diritto bancario*, 31 luglio 2017;
- MOONEY A., *Greenwashing in finance: Europe's push to police ESG investing*, 2021, disponibile al link <https://www.ft.com/content/74888921-368d-42e1-91cd-c3c8ce64a05e>;
- MORLINO S., *La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2*, in <http://www.dirittobancario.it>, 2015, disponibile al link; <https://www.dirittobancario.it/art/la-product-governance-nel-nuovo-regime-mifid-2>;

- MOTRONI R., *La classificazione della clientela nella normativa dei mercati degli strumenti finanziari*, in *GIURETA - Rivista di Diritto dell'Economia, dei Trasporti e dell'Ambiente*, Vol. XIII, 2015, pp. 425 ss.;
- NICHOLLS A., R. PATON, J. EMERSON, *Social finance*, Oxford, 2015, in particolare p. 256 e ss;
- OCH M., *Sustainable Finance and the EU Taxonomy Regulation – Hype or Hope?*, in *Jan Ronse Institute for Company & Financial Law Working Paper*, 05/2020, 15 Novembre 2020;
- OTTMAN, J., *The new rules of green marketing: strategies, tools, and inspiration for sustainable branding*, 2017;
- PALAZZINI F., “Greenwashing” nelle comunicazioni pubblicitarie e la rilevanza come atto di concorrenza sleale in, *Rivista giuridica dell'ambiente*, 4/2021;
- PEI-YI YUA E.-VAN LUUB B.-HUIRONG CHENC C., *Greenwashing in environmental, social and governance disclosures*, *Research in International Business and Finance*, 52/ 2020, pp. 1 ss.;
- PERRONE A., *Considerazioni in materia di product governance*, in *Diritto bancario*, 30 settembre 2019;
- PERRONE A., *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2019, I, pp. 6 ss.;
- PERRONE, A. *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003;
- Piattaforma sulla finanza sostenibile, *Final Report on Social Taxonomy*, febbraio 2022, disponibile al link: <https://commission.europa.eu/system/files/2022-03/280222-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy.pdf>;
- PIRAS E., *Le polizze variabili nell'ordinamento italiano*, Milano, 2011;
- PITTO S., *Public interest litigation e contenzioso strategico nell'ordinamento italiano. Profili critici e spunti dal diritto comparato*, in *DPCE online*, 50/2021, pp. 1061 ss.;
- POZZO B., *I green claims, l'economia circolare e il ruolo dei consumatori nella protezione dell'ambiente: le nuove iniziative della Commissione UE*, in *Riv. giur. ambiente*, 4/2020, pp. 707 ss;

- RABITTI M., *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Rivista di diritto bancario – supplemento fascicolo I*, 2020, pp. 155 ss..
- RAMOS S.B.- CORTEZ M.C.-SILVA – FLORINDA F., *Divergence in Mutual Fund Sustainability Labelling*, 2022;
- RANNOU Y.-BOUTABBAB M.A.-MERCADIER M., *How green are SRI labelled funds? Insights from a Machine Learning based clustering approach*, disponibile al link https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4037373;
- RICHARDSON B., *Keeping Ethical Investment Ethical: Regulatory Issues for Investing for Sustainability*, in *Journal of Business Ethics*, 87/2009, pp. 555 ss.;
- RIGANTI F., *Disclosure non finanziaria e diritto delle società: aspetti di corporate governance e (possibili) ricadute in tema di interesse sociale*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2/2019, 458 ss.;
- RIGANTI F., *Regolazione del mercato e “fine di lucro”. Spunti per una ricerca attualizzata in tema di sostenibilità*, in *Diritto bancario*, 4 maggio 2022;
- RODRÍGUEZ GRAÑA O., *Le motivazioni che hanno spinto i gestori a riclassificare i fondi da articolo 9 a 8*, 16 febbraio 2023, disponibile al link <https://fundspeople.com/it/le-motivazioni-che-avrebbero-spinto-i-gestori-a-riclassificare-i-loro-fondi-dallarticolo-9-all8/>;
- ROLLI E., *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021;
- ROPPO V., *Il contratto*, Milano, 2011;
- ROSMARIN R., *Sustainability sells: Why consumers and clothing brands alike are turning to sustainability as a guiding light*, 2020, in www.businessinsider.com.
- RUMI, T., *La tutela del consumatore dalle asserzioni ambientali ingannevoli*, in *Jus civile*, 2022, pp. 1408 ss.,
- SANGIOVANNI V., *Le polizze linked come prodotti finanziari e la forma scritta del contratto* (nota Giudice di Pace di Palermo, 25 gennaio 2012), in *Società*, 2012, pp. 360 ss.;
- SCHEPISI C., *Public e private enforcement nel settore antitrust e degli aiuti di Stato: convergenze, divergenze e circolarità di principi nel dialogo tra i giudici e la Corte di giustizia*, in *Eurojus*, 7 giugno 2021;

- SCHMUCK D.-MATTHES J., *Misleading Consumers with Green Advertising? An Affect–Reason– Involvement Account of Greenwashing Effects in Environmental Advertising*, in *Journal of Advertising*, 47/2018, pp. 127 ss.;
- SCHOENEBORN D., *Enjoy the silence? CSR communication and the phenomenon of “greenhushing”*, in *The Business of Society*, 2 Ottobre 2017;
- SCIARRONE ALIBRANDI A., *Prodotti “misti” e norme sulla tutela del cliente*, in *Società, banche e crisi d’impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014, pp. 2437 ss.;
- SEMINARA A.P., *La tutela civilistica del consumatore di fronte alle pratiche commerciali scorrette*, in *I Contratti*, 6/2018, 689 ss.;
- SHAH S., *The Principal - Agent Problem in Finance*, in *CFA Institute Research Foundation L2014-1*, 1 marzo 2014;
- SIMON H.A., *A behavioral model of rational choice, A behavioral model of rational choice*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 69/1955, pp. 99 ss.;
- SIRI M., *I prodotti finanziari assicurativi*, Roma, 2013;
- SIRI M., *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie e la product governance nei servizi finanziari*, in *Economia e diritto del terziario*, 1/2016;
- SIRI M.-ZHU S., *L’integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca Impresa Società*, 1/2020, pp. 3 ss.;
- SJÅFJELL B.-BRUNER C.M. (a cura di), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, Cambridge, 2020;
- STATMAN M.- GLUSHKOV D., *Classifying and measuring the performance of socially responsible mutual funds*, in *The Journal of Portfolio Management* 42/2016, pp. 140 ss.;
- TRÖGER T. H.-STEUER S., *The Role of Disclosure in Green Finance in European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 604/2021, SAFE Working Paper No. 320, LawFin Working Paper No. 24*, 10 agosto 2021;
- TROIANO V.-MOTRONI R. (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, Padova, 2016;
- TSAGAS G., *A Proposal for Reform of EU Member States’ Corporate Governance Codes in Support of Sustainability*, in *Sustainability*, 2020, pp. 12 ss.;

- TUCCARI E., *Verso una disciplina consumeristica “sostenibile” del settore automotive?*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, 18, febbraio 2023, pp. 108 ss.;
- TURNER N., *L'articolo 9 declassa a seguito di “iscrizione senza piano”*, in *ESG Clarity*, 30 gennaio 2023, disponibile al link: <https://esgclarity.com/article-9-downgrades-a-result-of-signing-up-with-no-plan/> 20;
- UL, *Neither boastful nor bashful: Making effective sustainability claims. White Paper*, 2016, disponibile al link: <https://www.ul.com/insights/making-effective-sustainability-claims>;
- VALLEFUOCO V., *Polizze vita, perché la Cassazione fa tremare le assicurazioni*, in *IlSole24ore*, 7 maggio 2018;
- VALONGO A., *Profili di tutela individuale dell'investitore tra nullità e responsabilità civile*, Milano, 2012;
- VAN DER ZWAN N., *Making Sense of Financialization*, in *Socio-Economic Review*, 12/2014, pp. 99 ss.;
- VAN OOSTRUM C., *Sustainability Through Transparency and Definitions: A Few Thoughts on Regulation (EU) 2019/2088 and Regulation (EU) 2020/852*, in *European Company Law Journal*, 18/2021, pp. 15 ss.;
- VANNINI R., *Voce “command and control”*, in *Dizionario di Economia e Finanza online Treccani*, 2012.
- VERNILE S., *L'ambiente come “opportunità”. Una riflessione sul contributo alla tutela ambientale da parte del “secondo” e del “quarto settore” tra greenwashing, economia circolare e nudge regulation*, in *Il diritto dell'economia*, 3/2022;
- VISINTINI G., *Risarcimento del danno*, in *Tratt. Rescigno*, 9, I, Torino, 1984, pp. 218 ss.;
- VOLPE PUTZOLU G., *Le polizze linked tra norme comunitarie, Tuf e codice civile*, in *Assicurazioni*, 2012, I, pp. 399 e ss.;
- VOLPE PUTZOLU G., *Le polizze Unit linked e Index linked (ai confini dell'assicurazione sulla vita)*, in *Assicurazioni*, 2000, I, pp. 233 e ss.;
- WAHIDA SHAHAN T., *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, 7/2013, pp. 81 ss.;

- ZHANG Y. -FISHBACH A.-KRUGLANSKI A. W., *The dilution model: How additional goals undermine the perceived instrumentality of a shared path*, in *Journal of Personality and Social Psychology*, 92/2007, pp. 389 ss.;
- ZIELIŃSKA-LONT K., *Sustainable finance initiatives and their impact on financial stability*, in *Financial Law Review*, 20/2020, pp. 122 ss.;
- ZIJLSTRA W.-PUYLAERT G.-DU CHATTEL Z., *Consumer testing of pre-contractual and periodic ESG financial product information*, in *AFM*, 10/2020, pp. 1 ss.

Atti normativi e soft law

- Accordo di Parigi, *GUUE* L 282 del 19 ottobre 2016;
- Assemblea generale delle Nazioni Unite, *Transforming our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development*, risoluzione 70/1 adottata dall'Assemblea generale, 21 ottobre 2015;
- Background Analysis del Joint Consultation Paper. Taxonomy-related sustainability disclosures;
- Commission Delegated Regulation of 6 April 2022 supplementing Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the details of the content and presentation of the information in relation to the principle of 'do no significant harm', specifying the content, methodologies and presentation of information in relation to sustainability indicators and adverse sustainability impacts, and the content and presentation of the information in relation to the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investment objectives in pre-contractual documents, on websites and in periodic reports. V. <https://www.esa.europa.eu/regulation-and-policy/transparency-and-pillar-3/joint-rti-esg-disclosure-standards-financial-market-participants>. I RTS sono consultabili al link ;
- Commissione europea, COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT IMPACT ASSESSMENT REPORT Accompanying the document Commission Delegated Regulation supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by establishing the technical screening criteria for

- determining the conditions under which an economic activity qualifies as contributing substantially to climate change mitigation or climate change adaptation and for determining whether that economic activity causes no significant harm to any of the other environmental objectives, Bruxelles, 4 giugno 2021 SWD(2021) 152 final {C(2021) 2800 final} - {SEC(2021) 166 final} - {SWD(2021) 153 final};
- Commissione europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *The European Green Deal*, COM(2019) 640 final, 11 dicembre 2019;
 - Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo*, Bruxelles, 21.4.2021 COM(2021) 188 final;
 - Commissione europea, Consultazione 8 aprile 2020 n. 8;
 - Commissione europea, *Documento di lavoro dei servizi della commissione orientamenti per l'attuazione/applicazione della direttiva 2005/29/CE relativa alle pratiche commerciali sleali che accompagna il documento comunicazione della commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Un approccio globale per stimolare il commercio elettronico transfrontaliero per i cittadini e le imprese in Europa*, {COM(2016) 320 final} Bruxelles, 25.5.2016 SWD(2016) 163 final;
 - Commissione europea, Proposta di direttiva che modifica le direttive 2013/34/UE, 2004/109/CE, 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014, per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità (COM (2021) 189), Bruxelles, 21.4.2021 COM(2021) 189 final 2021/0104 (COD);
 - Commissione europea, Regolamento delegato (UE) .../... della Commissione del 21.4.2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio

- delle attività delle imprese di investimento, Bruxelles, 21.4.2021 C(2021) 2616 final;
- Commissione europea, Regolamento delegato (UE) .../... della Commissione del 21.4.2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento, Bruxelles, 21.4.2021 C(2021) 2616 final, p. 5 cfr. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=PI_COM:C\(2021\)2616&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=PI_COM:C(2021)2616&from=EN);
 - Commissione europea, *Request to EIOPA for information related to Directive 2009/138/EC*, 27 aprile 2018, Ref. Ares(2018)2252352 - 27/04/2018
 - Commissione europea, *Screening of websites for 'greenwashing': half of green claims lack evidence*, 2021, in https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_269;
 - Commissione UE, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Action Plan: Financing Sustainable Growth, COM (2018) 97 final, marzo 2018;
 - Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (anche "MiFID II");
 - Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, OJ L 173, 12.6.2014;
 - EIOPA, *Consultation Paper on the Opinion on the 2020 review of Solvency II*, 15 Ottobre 2019, disponibile al link: <https://eiopa.europa.eu/Publications/EIOPA-BoS-19->;
 - EIOPA, *Financing a Sustainable European Economy*, cfr. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.
 - ESAs hanno pubblicato, in data 17 marzo 2021, il "Joint Consultation Paper. Taxonomy-related sustainability disclosures";
 - ESMA, *Consultation Paper, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 27 Gennaio 2022 | ESMA35-43-2998;

- ESMA, *Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes (JC –2013-77)* in <https://www.esma.europa.eu/document/joint-position-european-supervisory-authorities-manufacturers%E2%80%99-product-oversight-governance>;
- EU COMMISSION TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Spotlight on Taxonomy*, 2018 consultable al sito <https://ec.europa.eu>;
- IVASS, *Lettera al mercato prot. 0163067 del 4 settembre 2017 ad oggetto: "Direttiva UE n. 2016/97 sulla distribuzione assicurativa e orientamenti preparatori EIOPA sui presidi in materia di governo e controllo del prodotto (POG) da parte delle imprese di assicurazione e dei distributori di prodotti assicurativi"* in https://www.ivass.it/normativa/nazionale/secondaria-ivass/lettere/2017/lm-04-09/Lettera_al_mercato_POG_4_settembre_2017.pdf;
- Joint Committee of The European Supervisory Authorities, *Final Report on draft Regulatory Technical Standards*, JC 2021 03;
- Joint Consultation Paper, ESG Disclosures, Draft regulatory technical standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a, Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088 (JC 2020 16);
- Lettera della Commissione europea al Parlamento europeo e al Consiglio del 25 novembre 2021, cfr. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/com_letter_to_ep_and_council_sfdr_rts-j.berrigan.pdf;
- Platform on Sustainable Finance, *Report on Taxonomy extension options linked to environmental objectives*, luglio 2021;
- Platform on Sustainable Finance, *Transition Finance Report*, marzo 2021;
- Rapporto Brundtland, United Nations UN Documents, *Report of the World Commission on Environment and Development "Our Common Future"*, 1987;
- Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari;
- Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi

- finanziari, in *GUUE* L 317/1 del 9 dicembre 2019. Commissione UE. V. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, COM (2018) 97 final, marzo 2018, consultato il 13 dicembre 2021;
- Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, OJ L 317, 9.12.2019;
 - Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento in *GUUE* L 317/17 del 9 dicembre 2019;
 - Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 in *GUUE* L 198/13 del 22 giugno 2020. Platform on Sustainable Finance, Draft Report on Social Taxonomy, luglio 2021;
 - Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088;
 - Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, OJ L 198, 22.6.2020;
 - Regolamento (UE) n. 1094/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), modifica la decisione n. 716/2009/ CE e abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione in *GUUE* L 331/48 del 15 dicembre 2020;
 - Regolamento delegato (UE) della Commissione che modifica i regolamenti delegati (UE) 2017/2358 e (UE) 2017/2359 per quanto riguarda l'integrazione dei

fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità nei requisiti in materia di controllo e di governo del prodotto per le imprese di assicurazione e i distributori di prodotti assicurativi e nelle norme di comportamento e nella consulenza in materia di investimenti per i prodotti di investimento assicurativi, C/2021/2614 final disponibile al link: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=PI_COM%3AC%282021%292614 e la proposta di direttiva delegata, Direttiva delegata (UE) .../... della Commissione del 21.4.2021 che modifica la direttiva delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di *governance* dei prodotti;

- Regolamento delegato (UE) 2017/2359 della Commissione, del 21 settembre 2017, che integra la direttiva (UE) 2016/97 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli obblighi di informazione e le norme di comportamento applicabili alla distribuzione di prodotti di investimento assicurativi (*GUUE L 341 del 20.12.2017, pag. 8*);
- Regolamento delegato (UE) 2022/1288 della Commissione del 6 aprile 2022 che integra il regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio «non arrecare un danno significativo», che specificano il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità, nonché il contenuto e la presentazione delle informazioni relative alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche;
- Regolamento delegato della Commissione che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se l'attività economica arreca un danno significativo a qualsiasi altro obiettivo ambientale in *GUUE L 442/1 del 9 dicembre 2021*;

- Regolamento delegato della Commissione che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento, C(2021) 2616, in modifica al Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva (*GUUE* L 87 del 31.3.2017, pag.1);
- Regolamento Prospetto Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE;
- Securities and Markets Stakeholder Group, *Advice to ESMA*, 19 gennaio 2023 ESMA22-106-4384.

Giurisprudenza

- Trib. Gorizia, Sez. Unica, 25 novembre 2021, n. 712;
- Cass. civ., S.U., 24 settembre 2018 n. 22437;
- Cass. civ., Sez. I, 14 giugno 2018, n. 15707;
- Cons. Stato, sez. VI, 27 aprile 2017, n. 1960;
- Cass. civ., S.U., 6 marzo 2015, n. 4628;
- Cass. pen., Sez. III, 12 gennaio 2012, n. 633;
- Cass. pen., Sez. II, 25 maggio 2007, n. 20681;
- Cass. civ., S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725;
- Cass. civ., S.U., 19 dicembre 2007, n. 26724;
- Cass. civ., Sez. I, 29 settembre 2005, n.19024;
- Cass. civ., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024;
- Cass. civ., Sez. III, 22 gennaio 1999, n. 589.